

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty výrobního podniku
Valuation of a Manufacturing Company

Student: Bc. David Koňářík

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2016

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra podnikohospodářská

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. David Koňářík**

Studijní program: N6208 Ekonomika a management

Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku

Téma: Stanovení hodnoty výrobního podniku
Valuation of a Manufacturing Company

Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska oceňování podniku
 3. Charakteristika výrobního podniku
 4. Aplikace vybraných metod oceňování na výrobní podnik
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

KOLLER, T., M. GOEDHART a D. WESSELS. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed. Hoboken: Wiley, 2010. 837 p. ISBN 978-0-470-42470-4.

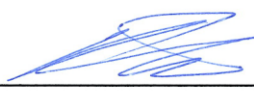
MARÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 20.11.2015

Datum odevzdání: 22.04.2016


Ing. Josef Kašík, Ph.D.
vedoucí katedry




prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlášení o samostatném vypracování diplomové práce

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně příloh, vypracoval samostatně. Přílohy č. 1, 2 a 3, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnil.

V Ostravě dne: 22.4.2016

Podpis: Bc. David Koňáček

Poděkování

Rád bych poděkoval panu Ing. Josefu Kašíkovi, Ph.D. za jeho rady a připomínky, kterými mi pomohl dokončit tuto diplomovou práci.

Obsah

| | | |
|-------|--|----|
| 1 | Úvod | 5 |
| 2 | Teoretická východiska oceňování podniku | 6 |
| 2.1 | Postup při ocenění podniku | 8 |
| 2.2 | Zdroje dat pro hodnocení podniku | 10 |
| 2.3 | Finanční analýza..... | 10 |
| 2.3.1 | Ukazatele rentability | 11 |
| 2.3.2 | Ukazatele zadluženosti | 11 |
| 2.3.3 | Ukazatele aktivity | 12 |
| 2.3.4 | Ukazatele likvidity..... | 12 |
| 2.4 | Majetkové metody ocenění | 13 |
| 2.4.1 | Účetní metoda..... | 13 |
| 2.4.2 | Substanční metoda..... | 14 |
| 2.4.3 | Metoda likvidační hodnoty | 17 |
| 2.5 | Výnosové metody oceňování | 17 |
| 2.5.1 | Metody diskontovaných peněžních toků | 18 |
| 2.5.2 | Metoda kapitalizovaných zisků | 23 |
| 2.6 | Metody komparativní | 26 |
| 2.7 | Kombinované metody | 28 |
| 2.7.1 | Metoda střední hodnoty | 28 |
| 2.7.2 | Metoda mimořádných čistých výnosů | 29 |
| 3 | Charakteristika výrobního podniku | 31 |
| 3.1 | Základní údaje o společnosti | 31 |
| 3.2 | Výzkum a vývoj | 33 |
| 4 | Aplikace vybraných metod oceňování na vybraný podnik | 35 |
| 4.1 | Analýza makroprostředí | 35 |

| | | |
|-------|---|----|
| 4.1.1 | Politické faktory | 35 |
| 4.1.2 | Ekonomické faktory | 36 |
| 4.1.3 | Sociálně-kulturní faktory | 41 |
| 4.1.4 | Technologické faktory | 44 |
| 4.2 | Finanční analýza vybraného podniku | 45 |
| 4.2.1 | Ukazatele rentability | 45 |
| 4.2.2 | Ukazatele zadluženosti | 46 |
| 4.2.3 | Ukazatele aktivity | 47 |
| 4.2.4 | Ukazatele likvidity | 48 |
| 4.3 | Majetkové metody ocenění | 48 |
| 4.3.1 | Účetní metoda | 48 |
| 4.4 | Výnosové metody oceňování | 49 |
| 4.4.1 | Metody diskontovaných peněžních toků | 50 |
| 4.4.2 | Metoda kapitalizovaných zisků | 55 |
| 4.5 | Metody komparativní | 56 |
| 5 | Závěr | 57 |
| | Seznam použité literatury | 59 |
| | Seznam zkratk | 62 |
| | Seznam tabulek | 64 |
| | Seznam obrázků | 65 |
| | Seznam grafů | 66 |
| | Prohlášení o využití výsledků diplomové práce | 67 |
| | Seznam příloh | 68 |

1 Úvod

Oceňování podniku je proces, který je důležitý především pro vlastníky a věřitele, neboť právě pro ně jsou výsledky oceňování nejdůležitější. S oceňováním se dále můžeme setkat při prodeji a koupě podniku, jeho přeměnách, fúzích, likvidacích, pokud vstupujeme na burzu či žádáme o úvěr.

Dnešní podnikatelské prostředí se oproti dřívějšímu nesmírně změnilo. Zastaralé postupy neplatí a nahrazují je nové. V dřívější době se hodnota podniku stanovovala pouze pomocí hodnot, které bylo možné nalézt v účetních výkazech. Informace takto získané mají v otázce stanovování hodnoty podniku stále své místo, avšak v dnešní době to již nestačí. Jestliže chceme hodnotu podniku stanovit komplexněji, musíme brát v úvahu takové otázky, jako je míra rizika, časová hodnota peněz, vliv inflace a dalších ekonomických ukazatelů. Dnešní moderní ukazatele se snaží tyto nedostatky odstranit a díky tomu jsou stále oblíbenější a používanější.

Cílem této diplomové práce je pomocí vybraných metod stanovit hodnotu výrobního podniku ON Semiconductor v Rožnově pod Radhoštěm. Jelikož je finanční stránka podniku důležitou součástí při stanovování hodnoty, budou v průběhu práce využity některá data z finanční analýzy podniku ON Semiconductor, kterou jsem zpracovával jako bakalářskou práci.

V závěru práce najdeme shrnutí výsledků z makroprostředí a finanční analýzy, které nejvíc ovlivňují danou společnost. Dále zde budou zhodnoceny výsledky ocenění pomocí jednotlivých metod, kterých firma v průběhu pěti let dosáhla, a možná doporučení do budoucna.

2 Teoretická východiska oceňování podniku

Existuje několik definic, jak můžeme popsat význam oceňování podniku a stanovení jeho hodnoty. Podle Dluhošová (2010) patří stanovení hodnoty podniky mezi důležité manažerské nástroje řízení podniku. Je to proto, že otázka hodnoty společnosti je při taktickém řízení firmy a pro řadu dlouhodobých strategických rozhodnutí významným kritériem. Jedná se o náročnou disciplínu, což vyplývá z toho, že trhy pro fixní aktiva se liší od trhů s cennými papíry, neboť fixní aktiva jsou jedinečná.

Dluhošová (2010) dále tvrdí, že oceňování je jednou z významných oblastí finančního řízení firem. Je nutné věnovat mu neustálou pozornost, protože důsledky nevhodných postupů oceňování, které jsou založeny na nesprávném souboru předpokladů, mohou vést až k *neracionálnímu ocenění statků a nesprávné alokaci kapitálu*.

V dnešní době je podniková sféra a její chování ovlivňována globalizačními trendy, zostřováním konkurence, otevíráním nových trhů, fúzemi a akvizicemi. Podobně jako ve světě i v České republice podniky reagují na nově vzniklou situaci, což ovlivňuje oblast oceňování podniku. Navíc podle Dluhošová (2010) souvisí v posledních letech význam oceňování firem s transformací ekonomiky a transformací vlastnických vztahů.

Téma oceňování podniků se v dnešní době stává čím dál více aktuálním a roste i jeho význam. Podle Vochozka (2011) je to proto, že v nedávné době ovlivnil hospodaření firem příchod hospodářské krize. Společnosti u nás i ve světě se transformují, prodávají, slučují, mají finanční problémy a některé krachují. Podmínky pro poskytování úvěrů ze strany finančních institucí se zpřísňují, pojišťovny více zaměřují svou pozornost na analýzu rizik a odhalování pojistných podvodů, investoři při investování do cenných papírů jsou opatrnější než dříve, majitelé zodpovědněji přistupují ke zprávám managementu o stavu společnosti apod.

Stále výraznější pro současnou ekonomiku je tedy propojování aktivit a procesů, růst dynamiky změn a z toho vyplývající vyšší rizikovost a obtížnost rozhodování. Tyto charakteristiky byly v důsledku finanční a ekonomické krize prohloubeny a jejich význam narostl. Finance a finanční instrumenty můžeme považovat za jedny ze základních prostředků k zachycení, vyjádření, sledování, regulování a řízení ekonomických a finančních procesů (Zmeškal, Dluhošová a Tichý, 2013).

K oceňování podniku může docházet podnikem samotným, nebo managementem tohoto podniku, a to z několika důvodů:

- potřeba managementu – v některých společnostech je jedním z kritérií hodnocení managementu dosažená hodnota společnosti (management má stanovenou tzv. cílovou hodnotu společnosti). Management zde využívá hodnocení podniku jako zpětné vazby své činnosti.
- potřeba majitelů – majitelé podniku mají výrazný zájem na informaci, jakým směrem a také jakou rychlostí se vyvíjí jejich „bohatství“. Z tohoto důvodu mají velký zájem na co nejpresnějších informacích o aktuální hodnotě své společnosti.

Management a majitelé podniku nejsou jedinými subjekty, které mají zájem na výsledcích hodnocené firmy. Na trhu existují externí subjekty, které spolupracují s hodnoceným podnikem a jsou uživateli informací ohledně hodnocení podniku. Patří mezi ně dodavatelé, odběratelé, banky, pojišťovny, kooperující partneři, zaměstnanci, odborové a oborové organizace a další. Tato skupina se obecně nazývá stakeholderi (Vochozka, 2011).

Vochozka (2011) dále uvádí, že každé ocenění podniku musí obsahovat:

- identifikaci podniku, vlastnických práv podniku nebo cenných papírů,
- rozhodné datum ocenění,
- definici hodnoty,
- vlastníka majetkového podílu,
- účel a použití ocenění.

Na hodnotu podniku mohou mít vliv nejrůznější faktory, jako jsou úprava dokumentů regulující vlastnictví, historii podniku, ekonomické faktory s vlivem na budoucnost podniku a další. Tyto faktory musí být podle Krabec (2009) posouzeny. Jedním z výchozích vstupů pro oceňování podniků je finanční analýza. Je využita pro srovnání finančních parametrů a jejich vývoje se srovnatelnými podniky.

Společnosti vytvářejí hodnotu investováním kapitálu ke generování budoucího cash flow v takové míře návratnosti, která přesáhne jejich náklady kapitálu. Tím pádem můžou rychleji růst a rozmístit více kapitálu. Čím atraktivnější míra návratnosti, tím větší hodnotu podniky vytvoří. Kombinace růstu a rentability investovaného kapitálu (ROIC) vzhledem k nákladu kapitálu je to, co řídí tvorbu hodnoty. Důsledkem tohoto principu je zachování hodnoty: žádná činnost, která nezvyšuje cash flow, nevytváří hodnotu (Koller, Goedhart a Wessels, 2010).

Ze zásady vyplývá, že hlavním úkolem společnosti je vytvářet hotovost a míru návratnosti investovaného kapitálu ve vyšší míře než náklady kapitálu. V návaznosti tyto zásady pomáhají manažerům rozhodnout, které investice vytvoří nejvyšší hodnotu v dlouhém období. Tyto principy také pomáhají investorům posoudit potenciální hodnotu alternativních investic.

V centru firemní podnikové strategie – plánu pro vytváření hodnoty – leží rozhodnutí, co by podniky měly vlastnit. Princip pro určení takových rozhodnutí je jednoduchý; vlastník, který dokáže z obchodu vygenerovat nejvyšší cash flow, je vlastníkem, který vytvoří nejvyšší hodnotu. Důsledkem je, že žádný obchod nemá vlastní hodnotu. Množství vytvořené hodnoty bude vždycky záležet na tom, kdo ji bude vlastnit (Koller, Goedhart a Wessels, 2010).

Při oceňování podniků je důležité rozlišovat pojmy cena a hodnota. Dluhošová (2010) uvádí, že cenou se rozumí konkrétní zaplacená částka za podnik v daném čase a místě, kdežto hodnotou myslíme částku bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje či nákupu. Při bližším zkoumání zjistíme, že cena je ovlivněna celou řadou faktorů, jako jsou poptávka a nabídka, fáze vývoje ekonomiky, strategie vyjednávání či psychologické faktory. Naproti tomu hodnota vyjadřuje částku, kolem níž by se měla pohybovat cena. Cílem ocenění je obvykle dojít k tzv. objektivizované hodnotě, která je obvykle v praxi výsledkem kombinací hodnot získaných z celé škály oceňovacích postupů, jenž vychází z různých teoretických a metodologických východisek.

Výsledná stanovená hodnota podniku je ovlivněna kvalitou a rozsahem údajů, které jsou právě k dispozici, časovým horizontem a použitou metodou. Podle Dluhošová (2010) lze jednotlivé postupy aplikovat za určitých podmínek a předpokladů. Jejich nerespektování může vést k nesprávné interpretaci výsledných hodnot, proto je důležité si uvědomit, že výsledkem ocenění zpravidla není pouze jedna hodnota, ale spíš interval hodnot. Rovněž je důležité zdůraznit, že hodnota podniku zahrnuje jednak finanční stránku podniku, tak její stránku nefinanční včetně okolí podniku (Michalko a Kašík, 1998).

2.1 Postup při ocenění podniku

Postup, při kterém budeme oceňovat podnik, je třeba modifikovat podle konkrétních podmínek. Jedná se především o konkrétní podnět k ocenění, kategorii zjišťované hodnoty, zvolené metody či dostupná data. Mařík (2011) doporučuje v obecné rovině následující postup:

- 1) sběr vstupních dat,
- 2) analýza dat,
 - a. strategická analýza,
 - b. finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku,
 - c. rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná,
 - d. analýza a prognóza generátorů hodnoty,
 - e. orientační ocenění na základě generátorů hodnoty,
- 3) sestavení finančního plánu,
- 4) ocenění,
 - a. volba metody,
 - b. ocenění podle zvolených metod,
 - c. souhrnné ocenění.

Mařík (2011) dále uvádí, že „*při praktickém použití však budou mít jednotlivé kroky různou podobu, hloubku a váhu zejména podle konkrétních metod, které budou použity k vlastnímu ocenění*“. Pro jednotlivé kroky platí ve vztahu k oceňovacím metodám následující:

- **Strategická analýza** by měla být provedena v každém případě.
- **Finanční analýza** by měla být také provedena vždy, může být ale mírně modifikována. Např. při ocenění, které bude založeno primárně na metodách tržního porovnávání, bude větší důraz kladen na srovnávací analýzu v rámci podobných podniků, než když jako základní použijeme výnosové ocenění.
- **Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná** je správné provést vždy, pokud to dostupné informace jen trochu umožňují. Toto rozdělení můžeme pominout jen v případě, že budeme podnik oceňovat pouze likvidační hodnotou, neboť v tomto okamžiku se díváme na veškerá aktiva jako nepotřebná k dalšímu provozu.
- **Analýzou a prognózou generátorů hodnoty** by se měl oceňovatel zabývat vždy, pokud předpokládá pokračování podniku a musí tedy prokázat jeho dlouhodobou perspektivu.
- Komplettní **finanční plán** bude třeba zpracovat jen v případě, že bude použita některá ze standardních výnosových metod
- **Volba metody** s patřičným zdůvodněním by se měla vyskytovat u každého ocenění. Obvykle je vhodné použít metod několik, a v takovém případě bude třeba na závěr z několika ocenění vyvodit a zdůvodnit ocenění souhrnné.

Co se týče **kategorie zjišťované hodnoty**, můžeme podle Mařík (2011) obecně říci, že při tržním a objektivizovaném ocenění bude oceňovatel muset jednotlivé kroky zpracovat podrobněji, protože své výsledky musí vždy řádně doložit. Při subjektivním ocenění mohou některé části být přímo nahrazeny požadavkem nebo názorem investora, pro kterého je ocenění zpracováváno.

Dále je u malých firem možné některé fáze prací zjednodušit oproti zde uvedenému postupu (alespoň pokud jde o podrobnost sledovaných položek a faktorů, nikoliv o řádné zdůvodnění výsledků). Mělo by ale vždy platit, že čím větší a složitější oceňovaný podnik je, tím podrobněji by jednotlivé kroky měly být zpracovány.

2.2 Zdroje dat pro hodnocení podniku

Vochozka (2011) tvrdí, že většina klasických modelů využívá informace z ročních finančních výkazů, a to hlavně za účelem predikce případného selhání. Důvodem pro použití finančních ukazatelů je to, že se jedná o jednoznačné objektivní hodnoty, které jsou navíc založeny na veřejně dostupných informacích. Přestože jsou tyto ukazatele předmětem mnohých kritik, neměly by být opomíjeny.

Jako první kritiku uvádí Vochozka (2011) to, že zveřejňování ročních účetních závěrek v různých zemích závisí na různých kritériích stanovených zákonem. V mnoha zemích, jako např. USA, Velká Británie či Německo, je povinnost zveřejňovat účetní závěrky předepsána pouze pro „velké“ podniky, čímž jsou studie omezeny na tyto velké podniky.

Druhý problém se zabývá samotnými účetními závěrkami. Obecně se předpokládá, že roční účetní závěrka poskytuje pravdivý a čestný pohled na finanční situaci společnosti, ovšem je zřejmé, že mnohé roční účetní závěrky nedávají pravdivé stanovisko a jsou nespolehlivé.

Třetí problém se týká chybějících hodnot v účetních závěrkách. Tento problém lze vyřešit doplněním chybějících údajů. Tohle doplnění se může provést buď odhadem, nebo náhodnou hodnotou.

2.3 Finanční analýza

Jak již bylo řečeno, součástí oceňování podniků je i finanční analýza. Mezi nejdůležitější ukazatele patří poměrové ukazatele. Umožňují srovnání určitého podniku s jinými podniky,

avšak záleží především na tom, na jakém typu trhu podnik působí a o jaký typ podniku se jedná (Synek, 2011).

2.3.1 Ukazatele rentability

Slovem rentabilita je chápána schopnost podniku vytvářet nové zdroje. Nejčastěji se u těchto ukazatelů vychází z rozvahy a výkazu zisku a ztráty. V čitateli se vyskytuje položka, která odpovídá výsledku hospodaření, ve jmenovateli pak nějaký druh kapitálu. Tyto ukazatele by měly mít rostoucí tendenci (Dluhošová, 2010).

Následující vzorce ukazují postup při výpočtu rentability vlastního kapitálu (*ROE*), aktiv (*ROA*) a tržeb (*ROS*).

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.1)$$

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{aktiva}} \quad (2.2)$$

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}} \quad (2.3)$$

2.3.2 Ukazatele zadluženosti

Pojmem zadluženost chápeme podle Růčková (2010) skutečnost, že podnik používá pro financování svých aktiv cizí zdroje. V současné době se v ekonomice nesetkáme s firmou, která by veškerá svá aktiva financovala pouze z vlastních nebo cizích zdrojů.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech charakterizuje podle Dluhošová (2010) finanční stabilitu podniku a udává jeho schopnost krýt vlastními zdroji svůj majetek. Vysoká hodnota celkové zadluženosti značí vysoké riziko věřitelů a na rozdíl od ostatních dvou ukazatelů zadluženosti by měl mít klesající tendenci. Úrokové krytí značí schopnost podniku splácet úroky. V případě, že má ukazatel hodnotu 1, podnik veškerý svůj zisk vyložil na splácení úroků. Doporučená hodnota je proto vyšší než 1.

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}} \quad (2.4)$$

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.5)$$

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}} \quad (2.6)$$

2.3.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity nejčastěji vyjadřují počet obrátek jednotlivých položek či dobu obratu, vzhledem k tržbám. Slouží k hledání odpovědí na otázku, jak hospodaříme s aktivy a jaký má toto hospodaření vliv na výnosnost a likviditu (Růčková, 2010).

Pro dobu obratu pohledávek a závazků platí, že doba obratu závazků by měla být delší, než je tomu u pohledávek. Především pro malé firmy může dlouhá doba obratu pohledávek znamenat finanční problémy (Růčková, 2010).

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.7)$$

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.8)$$

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.9)$$

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.10)$$

2.3.4 Ukazatele likvidity

Likviditou chápeme podle Dluhošová (2010) schopnost podniku hradit své závazky a získat dostatek prostředků na potřebné platby. Ovšem ani příliš vysoká míra likvidity není pro podnik příznivá. V takovém případě peněžní prostředky vázané v aktivech, která nepracují ve prospěch zhodnocování těchto prostředků.

Pro jednotlivé ukazatele likvidity se udávají doporučené hodnoty. Dluhošová (2010) uvádí rozmezí od 1,5 do 2,5 pro celkovou likviditu, 1,0 až 1,5 pro pohotovou likviditu a alespoň 0,2 pro okamžitou likviditu.

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.11)$$

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.12)$$

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotovému peněžní prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.13)$$

2.4 Majetkové metody ocenění

Koncept ocenění u majetkových metod spočívá v ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů (Dluhošová, 2010). Podobně se vyjadřuje i Mařík (2011), který tvrdí, že ocenění na základě analýze majetku vede ke zjištění majetkové podstaty podniku. Tato podstata se často označuje jako substance neboli substanční hodnota.

Princip majetkového ocenění je obecně srozumitelný a jednoduchý. Majetkovou hodnotu podniku lze definovat jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je následně odpočtena suma individuálně oceněných závazků. Velikost majetkového ocenění je tudíž dána množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro ocenění (Mařík, 2011).

Majetkové ocenění můžeme členit podle toho, jestli předpokládáme další pokračování podniku, tj:

- Vycházíme z předpokladu trvalé existence podniku, tj. going concern principu. Tím se dostáváme k ocenění především na principu **reprodukčních cen**.
- Nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku, čímž se dostáváme k **likvidační hodnotě**.

Nyní si popíšeme jednotlivé metody při předpokladu trvalé existence podniku i k situaci, kdy naopak nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku.

2.4.1 Účetní metoda

Účetní metoda je první z majetkových metod ocenění. Vychází se ze stavových veličin, které poskytuje rozvaha. Hodnota je odvozena z historických cen. Základem je podle Dluhošové (2010) ocenění fixního majetku, oběžného majetku, závazku a dluhů v nominálních hodnotách. Netto hodnotou je vlastní kapitál pojmáný jako účetní vlastní kapitál.

U tohoto přístupu se postupuje tak, že se nejprve oceňují jednotlivé složky aktiv zvlášť. Součtem těchto cen dostáváme souhrnné ocenění aktiv. Po odpočtu hodnoty dluhů a závazků od aktiv získáme hodnotu vlastního kapitálu. V případě potřeby odečteme i časové rozlišení.

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků} \quad (2.14)$$

V případě účetní metody vycházíme z odpovědi na otázku, za kolik byl majetek skutečně pořízen. Jedná se o princip historických cen, který často vede ke značné odchylce od ekonomické reality, a to především u dlouhodobého majetku. Má však výhodu v podobě velké průkaznosti získaného ocenění (Mařík, 2011).

Podobně se vyjadřuje i Dluhošová (2010). Relativně snadná dostupnost dat a jednoduchý výpočet je výhodou této metody. Účetní metoda patří k jednodušším metodám, ale nejméně přesným. Nevýhodou této metody je fakt, že aktiva jsou ohodnocena na bázi účetního ocenění, nejsou tak například zohledněna nehmotná aktiva. Další nevýhodou je, že se nevychází z tržního ocenění. Takové ocenění se může poměrně výrazně lišit od nominálních účetních hodnot.

Podle Mařík (2011) má účetní ocenění v rámci oceňování podniku pouze doplňkovou úlohu. Slouží především jako:

- výchozí informace pro oceňovatele,
- součást některých násobitelů v rámci metody tržního porovnání,
- základna pro posuzování výsledného ocenění.

Jako důvod nízké vypovídací hodnoty účetního ocenění podniku musíme hledat hlavně:

- v diferencích mezi cenou, za kterou byl majetek původně pořízen, a jeho „reálnou“ hodnotou k datu ocenění,
- ve skutečnosti, že aktiva v účetní rozvaze obvykle nezahrnují všechna aktiva, jimiž podnik disponuje, čímž se myslí především nehmotný majetek.

2.4.2 Substanční metoda

Dluhošová (2010) uvádí, že *základem ocenění substance by měla být reprodukční pořizovací cena jednotlivých aktiv snižená o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění za předpokladu pokračování podniku v jeho činnosti*. Pojmem substanční hodnota rozumíme souhrn samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků. Výsledkem ocenění substanční metodou je substanční hodnota netto S_n . Následuje zjednodušené znázornění výpočtu substanční hodnoty v tabulce 2.1.

Tabulka 2.1 Výpočet substanční hodnoty

| | |
|---|---|
| Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách | |
| + | <i>Výnos z prodeje nepotřebného majetku</i> |
| = | Substanční hodnota brutto S_b |
| - | <i>Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách</i> |
| = | Substanční hodnota netto S_n |

Zdroj: Dluhošová (2010)

Substanční metoda má podle Dluhošová (2010) v porovnání s účetní metodou určité přednosti. Kladným prvkem je, že při ocenění položek majetku jsou odráženy tržní podmínky, k ocenění jsou totiž používány reprodukční pořizovací ceny. Pomocí metody substanční hodnoty lze reálněji zobrazit hodnotu majetku podniku. Jako nedostatek lze považovat skutečnost, že se nebere v úvahu vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku. Rovněž se opomíjí hodnota goodwillu, kterou lze charakterizovat jako specifická nehmotná aktiva spojená s fungováním podniku jako celku.

Substanční hodnota na principu reprodukčních cen

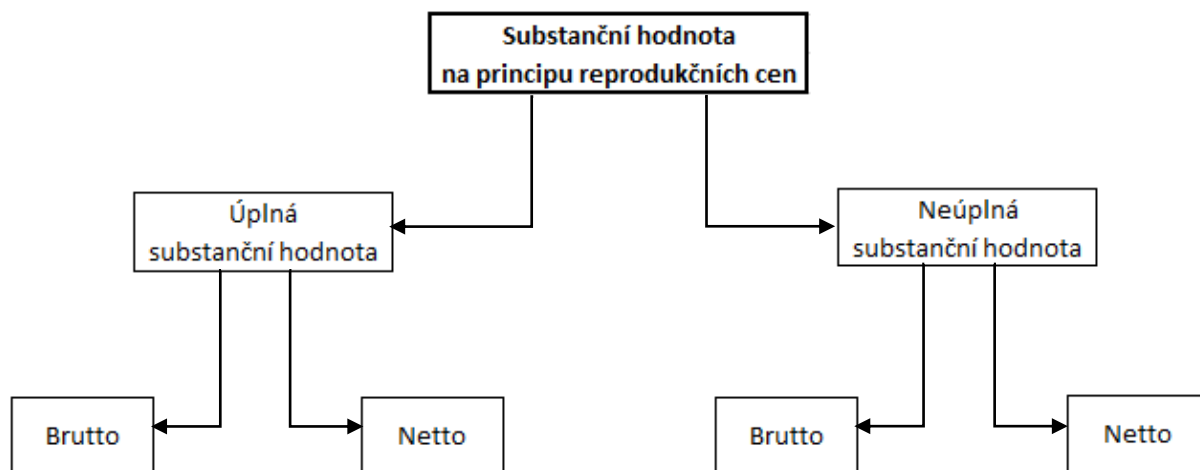
U tohoto ocenění je cílem najít odpověď na otázku, kolik by stálo znovuvybudování podniku, který je předmětem našeho zájmu. Jejím výsledkem je podle Mařík (2011) ocenění, které označujeme pojmem substanční hodnota. Můžeme ji však chápat a vyčíslovat různými způsoby.

Nejdůležitější je rozlišit substanční hodnotu na brutto a netto. **Substanční hodnotu brutto** získáme tak, že zjistíme aktuální reprodukční ceny stejného či obdobného majetku, které pak snížíme o možné opotřebení. Jinými slovy, jedná se o hodnotu znovupořízení aktiv podniku. **Substanční hodnotu netto** potom vypočteme tak, že od hodnoty brutto odečteme dluhy. Právě hodnota netto bývá obvykle konečným cílem oceňování, nicméně také hodnota brutto má svoji vypovídací schopnost.

Je třeba rozlišovat případy, kdy je podnik schopen do ocenění zahrnout jak veškerá hmotná, tak i nehmotná aktiva, přičemž právě v nehmotných aktivech bývá největší problém. Kromě tzv. identifikovatelného nehmotného majetku, jako jsou patenty či ochranné známky, zde totiž patří i veškeré know how, vztahy k odběratelům a dodavatelům, organizace v podniku, kvalifikace personálu nebo pověst podniku.

V rámci kapitoly je ještě třeba zmínit se o dvou pojmech. Pokud hovoříme o **úplné substanční hodnotě**, jsme schopni vyčíslit veškeré náklady na znovuvybudování podniku v tom stavu, v jakém je k datu ocenění, a to včetně již zmíněných nehmotných položek. V praxi jsme ovšem schopni tuto hodnotu zjistit jen výjimečně, proto převažuje pojem **neúplná substanční hodnota**. Zde do výpočtu zahrneme pouze majetek, který je samostatně vymezitelný a manipulovatelný. Jedná se jak o hmotný, tak i nehmotný majetek (Mařík, 2011).

Obr. 2.1 Substanční hodnota na principu reprodukčních cen



Zdroj: Mařík (2011)

a) Substanční hodnota na principu úspory nákladů

Substanční hodnota na principu úspory nákladů se uplatňuje v momentě, kdy se investor rozhoduje mezi alternativou koupě podniku a vybudováním nového podniku. V takovém případě nejsou likvidační hodnota a substanční hodnota na principu reprodukčních nákladů vhodným kritériem pro rozhodování.

Podle Mařík (2011) je důležité si uvědomit, že na rozdíl od metody substanční hodnoty, která je založena na reprodukčních nákladech, **nedochází u metody úspory nákladů k žádnému izolovanému ocenění jednotlivých položek majetku**. Jinými slovy nezjistíme tedy přímo hodnotu jednotlivých položek, ale pracujeme pouze s peněžními toky, které jsou spojené s jednotlivými majetkovými položkami. Výjimkou tvoří pouze neprovozní aktiva, která by opět byla oceňována na základě možných výnosů z prodeje.

Metoda úspory nákladů se liší od základního provedení substanční hodnoty na bázi reprodukčních nákladů tím, že je založena na *předpokládaném podnikatelském konceptu*, který

může klást v mnohém odlišné nároky na podnikovou substanci. Je to tedy hodnota podniku odvozená na těchto principech:

- vazby k budoucnosti,
- ocenění podniku jako celku,
- subjektivního přístupu.

2.4.3 Metoda likvidační hodnoty

Třetí metodou je metoda likvidační hodnoty. Její podstata spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku. Zároveň se předpokládá, že podnik ukončí svou činnost, jednotlivá aktiva budou rozprodána a budou splaceny veškeré závazky podniku, včetně odměny likvidátora. Likvidační hodnotu není snadné přesně identifikovat, protože konkrétní výnos z prodeje závisí na mnoha nesnadno odhadnutelných okolnostech. Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty podniku (Dluhošová, 2010).

2.5 Výnosové metody oceňování

Dluhošová (2010) uvádí, že tato skupina metod vychází z předpokladu, že hodnota statků je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U podniku se tímto užitekem rozumí budoucí ekonomické efekty, jako například zisk, dividendy a finanční toky. Hodnota u těchto metod závisí především na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladů kapitálu.

Do této kategorie výnosových metod patří dvě základní metody oceňování: **metoda diskontovaných peněžních toků** (*DCF – Discounted Cash Flow*) a **metoda kapitalizovaných zisků**. Metody diskontovaných peněžních toků DCF patří v současnosti k metodám, které mají největší využití zejména v anglosaských zemích, nicméně i v podmínkách českých podniků je taktéž tato metoda stále častěji využívána. Metoda DCF tak zaujímá významné místo v procesu oceňování podniků. V kontinentální Evropě je více uplatňována metoda kapitalizovaných zisků, která vychází více z účetních principů. Ale i zde v poslední době dochází k přesunu směrem k využití metod založených na diskontovaných peněžních tocích (Dluhošová, 2010).

2.5.1 Metody diskontovaných peněžních toků

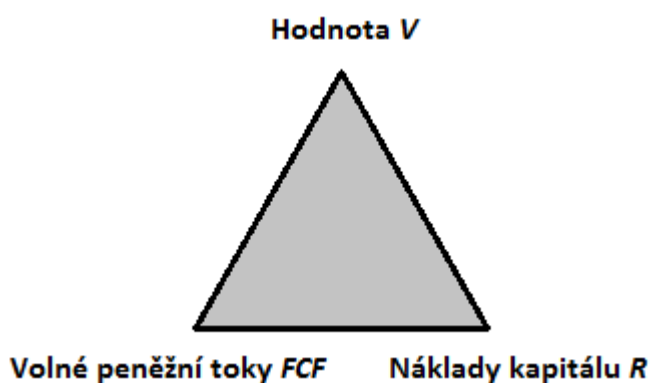
Metody diskontovaných peněžních toků (dále jen DCF) jsou podle Dluhošová (2010) založeny na odhadech budoucích volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti. Důležitý je zde právě budoucí volný peněžní tok, který je jedním z hlavních měřítek používaných při oceňování podniku. S rostoucím peněžním příjmem totiž roste i hodnota dané firmy.

Mařík (2011) tvrdí, že z hlediska principu je metoda diskontovaných peněžních toků základní výnosovou metodou. Peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku (podniku), a odrážejí tedy přesně teoretickou definici hodnoty.

Tato metoda je nejvíce rozšířena v USA a Velké Británii, avšak postupně se prosazuje a v současnosti již také převládá i v dalších zemích. Její rozšíření zejména do zemí kontinentální Evropy je způsobeno především globalizací investičních procesů. To je spojeno s rostoucím vlivem anglosaských investorů.

Při používání těchto metod se postupuje v několika krocích. Prvním je správné vymezení budoucích peněžních toků vhodných pro ocenění, druhým je stanovení nákladu kapitálu, kterým jsou peněžní toky diskontovány, a třetím je potom stanovení hodnoty pomocí metody ocenění (Dluhošová, 2010).

Obr. 2.2 Klíčové komponenty výnosových metod oceňování



Zdroj: Dluhošová (2010)

Dluhošová (2010) dále uvádí, že můžeme rozlišit čtyři základní metody oceňování podniku. To se provede podle toho, zda je oceňován celkový kapitál nebo pouze vlastní kapitál, a podle toho, jak jsou definovány finanční toky a náklad kapitálu. Jedná se o metody:

- DCF-Entity,
- DCF-Equity,
- DDM (Dividend Discount Model),
- APV (Adjusted Present Value).

V praxi se nejčastěji využívá metoda DCF-Entity a metoda DCF-Equity. Pro oceňování vlastního kapitálu v zemích s vyspělým a efektivním kapitálovým trhem lze využít dividendový diskontní model DDM. Metoda APV je užitečná zejména v případě analýz vlivu zadluženosti na hodnotu podniku (Dluhošová, 2010).

Mařík (2011) popisuje, čím se jednotlivé varianty metody DCF mezi sebou liší:

- vymezením volných peněžních toků (tj. pohledem, pro které investory jsou tyto toky určeny),
- vymezením diskontní míry (diskontní míra v principu vyjadřuje požadavek investora na zhodnocení jím vloženého kapitálu a zde jde opět o to, z pohledu kterých investorů je tento požadavek určován),
- bezprostředním výsledkem, který vyplyne z diskontování volných peněžních toků (tj. hodnotu kterého kapitálu diskontováním získáme).

Tyto varianty se liší uvedenými prvky, a tedy svojí vnitřní strukturou, ale při dodržení určitých ekonomických principů by se podle Mařík (2011) **neměly lišit konečným výsledkem**. Jedná se stále o tutéž metodu, která je jen pokaždé jinak uspořádaná.

Předchozí vymezení můžeme přehledně vidět na následujícím obrázku.

Obr. 2.3 Varianty stanovení hodnoty zadluženého podniku metodami DCF

| | METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ | | | |
|----------------------|---|----------------------------|----------------------------|---------------------------------|
| | metoda DCF-Entity | metoda DCF-Equity | metoda DDM | metoda APV |
| Forma peněžních toků | FCFF | FCFE | Dividendy | FCFE _U + daňový štít |
| Náklady kapitálu | WACC | R _E | R _E | WACC, R _D |
| Hodnota | Hodnota celkového kapitálu | Hodnota vlastního kapitálu | Hodnota vlastního kapitálu | Hodnota celkového kapitálu |

Zdroj: Dluhošová (2010)

a) Metoda DCF-Entity

U této metody je oceňován celkový kapitál. Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele FCFF je diskontován průměrnými náklady celkového kapitálu WACC. Cílem metody je tržní ocenění celkového kapitálu podniku (Dluhošová, 2010).

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} \cdot (1 + WACC)^{-n} \quad (2.15)$$

Vzorec je rozdělen do dvou fází. V první fázi bude potřeba pro výpočet hodnoty podniku znát vývoj FCFF, v našem případě za období 2015 – 2019. V druhé fázi bude nutné stanovit budoucí FCFF na základě minulého vývoje, tempa růstu g a budoucí WACC. Postup při výpočtu FCFF uvádí následující tabulka:

Tabulka 2.2 Výpočet FCFF

| | |
|--|--|
| Tržby | |
| - Náklady (bez nákladových úroků) | |
| = Čistý příjem z operací | = EBIT _t |
| - Daně | - EBIT _t · (t) |
| = EBIT po zdanění | = EBIT _t · (1 - t) |
| + Odpisy | + ODP _t |
| = Cash flow z operací | = EBIT _t · (1 - t) + ODP _t |
| - Změna pracovního kapitálu (WC) | - změna pracovního kapitálu |
| - Investice (trvalé kapitálové výdaje) | - INV _t |
| = Free Cash flow to the firm | = EBIT _t · (1 - t) + ODP _t - ΔWC _t - INV _t |

Zdroj: Kislingerová (2001)

K vypočtení FCFF v následujícím období využijeme následující vzorec:

$$FCFF_{n+1} = FCFF_n \cdot (1 + g) \quad (2.16)$$

Pro zjištění hodnoty WACC použijeme vzorec:

$$WACC = R_d (1 - t) \cdot D/C + R_e \cdot E/C, \quad (2.17)$$

kde: R_d jsou náklady na cizí kapitál,
 t je sazba daně z příjmů právnických osob,
 D je cizí kapitál,
 C je celkově investovaný kapitál,
 R_e jsou náklady na vlastní kapitál,
 E je vlastní kapitál (Kislingerová, 2001).

Výpočet R_D provedeme následovně:

$$R_d = \frac{\text{Nákladové úroky}}{\text{Cizí kapitál}} \quad (2.18)$$

b) Metoda DCF-Equity

Na rozdíl od metody DCF-Entity je v tomto případě oceňován pouze vlastní kapitál. Volné peněžní toky se vztahují jenom k vlastnímu kapitálu FCFE a jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E (Dluhošová, 2010).

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+R_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(R_e - g_n)} \cdot (1 + R_e)^{-n} \quad (2.19)$$

Výpočet FCFE je podobný, jako je tomu v případě FCFF. Vzorec je následující:

$$FCFE = EBIT_t \cdot (1 - t) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t - SPL_t \quad (2.20)$$

kde SPL_t je splátka úvěru věřitelům. FCFE pro následující období vypočteme jako:

$$FCFE_{n+1} = FCFE_n \cdot (1 + g) \quad (2.21)$$

Při výpočtu nákladů na vlastní kapitál (R_e) použijeme model CAPM, jehož vzorec je:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f], \quad (2.22)$$

kde: $E(r_i)$ je očekávaná výnosová míra (R_e),
 r_f je bezriziková míra,
 β je systematické riziko daného aktiva,
 $E(r_m)$ je očekávaný výnos tržního portfolia (Kislingerová, 2001).

Pro výpočet koeficientu β použijeme vzorec:

$$\beta_L = \beta_U \cdot [1 + (1 - t) \cdot D/E], \quad (2.23)$$

kde: β_L je beta koeficient s finanční pákou,

β_U je beta koeficient bez finanční páky,

t je sazba daně z příjmů,

D jsou cizí zdroje úročené,

E je vlastní kapitál.

c) Metoda DDM

Podle Dluhošová (2010) je u tohoto modelu oceňován vlastní kapitál. Peněžní tok je vyjádřen pomocí dividendy, což je peněžní tok pro vlastníky. Dividendový model je v podstatě modifikovaný model *DCF*, kdy se namísto *FCF* používá dividendy. Tento model se často využívá v tržních ekonomikách s vyspělým kapitálovým trhem. Výpočet je následující:

$$V = \frac{DIV}{R_e} \text{ nebo } V = \frac{DIV}{R_e - g} \quad (2.24)$$

DIV je dividendy v běžném období, R_e jsou náklady na vlastní kapitál, g je očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

Používání tohoto modelu je vázané na podnik, který dosahuje zisk a stabilně vyplácí dividendy. Výše hodnoty je ovlivněna řadou faktorů, kterými jsou např. úroveň dividendy, očekávaná prodejní cena akcie, očekávané tempo růstu (Dluhošová, 2010).

d) Metoda APV

Metoda APV slouží k oceňování celkového kapitálu. Hodnota nezadluženého podniku se získá diskontováním finančních toků $FCFE_U$ náklady celkového kapitálu R_U . K ocenění zadluženého podniku je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu, čili daňový štít TS diskontovat náklady dluhu R_D (Dluhošová, 2010). Hodnota firmy jako perpetuity se zjistí takto:

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_d} \quad (2.25)$$

2.5.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisků je podle Dluhošová (2010) založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, přičemž zisky jsou odhadovány z historických dat. Výchozím bodem stanovení hodnoty jsou údaje z bilance a výkazu zisku a ztráty, a to za období 3 až 5 let. Klíčovým údajem je tzv. trvale udržitelný zisk. Ten můžeme charakterizovat jako účetní zisk, který je podroben řadě korekcí, jako například úpravě odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů, které jsou přechodného charakteru, vyloučení výnosů a nákladů, které nesouvisí s hlavní činností podniku, průměrování nepravidelných výnosů, vyloučení skrytých rezerv, úpravě o metodické změny aj. Propočet odhadovaného trvale udržitelného zisku Z lze vypočítat pomocí následujícího vzorce (2.14):

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t \quad (2.26)$$

V uvedeném vzorci je Z_t zisk v minulých obdobích upravený o korekce, w_t jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím a T je počet let zahrnutých do výpočtu.

Odhad hodnoty podniku na bázi trvalého zisku pak v případě perpetuity lze spočítat jako:

$$V = \frac{Z}{R} \quad (2.27)$$

kde R jsou náklady kapitálu (Dluhošová, 2010).

Mařík (2011) uvádí postup při použití metody kapitalizovaných zisků. Ten je obdobný jako u všech výnosových metod:

- 1) Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku
- 2) Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů
- 3) Odhad kalkulované úrokové míry
- 4) Vlastní propočet výnosové hodnoty, a to:
 - a. analytickou metodou nebo
 - b. paušální metodou.

Nyní si popíšeme propočet hodnoty podle analytické nebo paušální metody

a) Propočet výnosové hodnoty analytickou metodou

Analytická metoda je podle Mařík (2011) takový postup, „*kdy je výnosové ocenění postaveno na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování*“. Je tedy obdobou metody DCF. Na rozdíl od metody DCF ale očekávaný výnos z podniku kalkuluje nikoli z peněžních toků, ale z upravených budoucích výsledků hospodaření.

Existuje subjektivní nebo objektivizované. Ty se mezi sebou liší v tom, že při objektivizovaném ocenění bychom měli vycházet z řady odnímatelných čistých výnosů, tj. **skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podnik** (Mařík, 2011).

Jestliže máme k dispozici **řadu budoucích odnímatelných čistých výnosů** a předpokládáme-li **trvalou existenci podniku**, můžeme aplikovat dvoufázovou nebo třífázovou metodu.

Pro **dvoufázovou metodu** uplatníme vzorec:

$$V_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{V}_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \cdot \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (2.28)$$

kde: V_n je hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu,

\check{V}_t je odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy,

T je délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos (tj. délka první fáze),

$T\check{C}V$ je trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu; zde předpokládáme stabilní úroveň odnímatelných čistých výnosů,

i_k je kalkulovaná úroková míra.

Analogicky je možné uvést vzorec pro **třífázovou metodu**:

$$V_n = \underbrace{\sum_{t=1}^m \frac{\check{V}_t}{(1+i_k)^t}}_{\text{1. fáze}} + \underbrace{\sum_{t=m+1}^{m+n} \frac{\check{V}_t}{(1+i_k)^t}}_{\text{2. fáze}} + \underbrace{\frac{T\check{C}V}{i_k} \cdot \frac{1}{(1+i_k)^{(m+n)}}}_{\text{3. fáze}} \quad (2.29)$$

Vzorec je rozdělen do tří fází. V první fázi je čistý výnos v každém roce zjištěn ze sestaveného finančního plánu, čili podobně jako u metody dvoufázové. Ve druhé fázi se předpokládá, že čistý výnos poroste určitým tempem, tudíž nejsou již sestavovány celé plány, ale čistý výnos v každém jednotlivém roce se odhaduje jako čistý výnos v předchozím roce zvýšený o odhadnuté tempo růstu. Lze zde použít v každém roce jiné tempo růstu. Fáze třetí je vzdálené období, o kterém nelze říci nic přesnějšího. Pro jednoduchost se proto ve třetí fázi počítá se stabilní výší čistého výnosu (Mařík, 2011).

b) Propočet výnosové hodnoty paušální metodou

Analytická metoda je založena na analýze minulých výsledků a jejich prognóze do budoucnosti. V praxi však můžeme narazit na případy, kdy je prognóza obtížná. Je to především případ podniků, které mají určitou minulost, ale budoucnost je obtížně predikovatelná. Jako příklad mohou sloužit menší podniky, které pracují na zakázku. Tyto podniky mohou jak dále růst, tak i v dohledných letech ukončit činnost. Pro tyto podmínky může být vhodná tzv. paušální metoda.

Mařík (2011) popisuje vlastní postup výpočtu hodnoty podniku pomocí paušální metody:

1. Analyzujeme a upravíme minulé výsledky hospodaření.
2. Z časové řady minulých výsledků hospodaření vypočítáme trvalý čistý výnos, a to jako vážený průměr těchto minulých čistých výnosů.

$$\text{Trvalý čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{V}_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (2.30)$$

kde: \check{V}_t jsou minulé čisté výnosy,

q_t jsou váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok,

K je počet minulých let zahrnutých do výpočtu

3. Zpracujeme výhled podniku do budoucnosti a posoudíme, zda bude trvale schopen dosahovat alespoň stejný trvalý čistý výnos jako za minulé období.
4. Určíme kalkulovanou úrokovou míru. U paušální metody je však třeba tuto úrokovou míru očistit o inflaci, neboť metoda počítá se stálými cenami.

Tabulka 2.3 Výpočet kalkulované úrokové míry pro paušální metodu

| |
|---|
| + Aktuální výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů k datu ocenění |
| - Předpokládaná inflace |
| + Riziková přírážka |
| = Kalkulovaná úroková míra pro paušální metodu |

Zdroj: Mařík (2011)

5. Vypočítáme výnosovou hodnotu podniku.

$$V_n = \frac{TČV}{i_k} \quad (2.31)$$

kde: $TČV$ je trvalý čistý výnos,

i_k je kalkulovaná úroková míra.

2.6 Metody komparativní

Komparativní metody se zabývají tržním oceněním podniků. To je podle Krabec (2009) založeno na *srovnání podobných podniků, majetkových podílů na podnicích a cenných papírů, které byly prodány na trhu*. Mezi zdroje dat potřebných pro tržní ocenění patří veřejný akciový trh, kde se obchodují majetkové podíly na obdobných podnicích, dále pak akviziční trh, kde se obchodují podobné podniky jako celek, a dřívější transakce, které se dotýkají majetkových dispozic s oceňovaným podnikem.

Komparativní metody se také někdy označují jako metody relativního oceňování nebo metody tržního srovnání. Dluhošová (2010) tvrdí, že podstatou komparativních metod je odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu, a to z dostupných dat srovnatelných podniků. Nejčastěji se ocenění na základě srovnání s podobnými podniky provádí u těch podniků, jejichž podíly jsou veřejně obchodovány na finančních trzích.

Obecně lze hodnotu firmy touto metodou stanovit jako:

$$V = \text{multiplikátor (srovnatelná firma)} \cdot \text{ukazatel (oceňovaná firma)} \quad (2.32)$$

Důležitou součástí komparativních metod je stanovení multiplikátorů. Pomocí nich jsou zohledňovány rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů námi oceňovaného podniku a porovnávaných podniků. Multiplikátory lze různě konstruovat, např.

$$\text{multiplikátor } P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk za akcii}} \quad (2.33)$$

$$\text{multiplikátor } MV/BV = \frac{\text{tržní hodnota firmy}}{\text{účetní hodnota firmy}} \quad (2.34)$$

Při stanovení hodnoty vlastního kapitálu firmy V_n , pokud je multiplikátorem ukazatel P/E nebo při stanovení hodnoty aktiv firmy V_A , pokud je multiplikátorem ukazatel MV/BV se hodnota stanovení následovně:

$$V_n = \text{multiplikátor } P/E \text{ (srovnatelná firma)} \cdot \text{čistý zisk (oceňovaná firma)} \quad (2.35)$$

$$V_k = MV/BV \text{ (srovnatelná firma)} \cdot \text{účetní hodnota firmy (oceňovaná firma)} \quad (2.36)$$

Výhody metody jsou jednoduchost výpočtu a rychlost získání hodnoty. Vzhledem k odlišnostem mezi srovnatelnými podniky nevystačíme pouze s multiplikátory (Dluhošová, 2010).

Další důležitou součástí těchto metod jsou kritéria srovnatelnosti. Ta podle Krabec (2009) činí tržní přístup k ocenění podniku poměrně vzdálený možnostem praktického využití, a to v naší zemi a zemích střední Evropy. Aby mohlo dojít ke srovnání, musí být podniky ve stejném odvětví jako podnik oceňovaný nebo alespoň v odvětví, které reaguje na stejné ekonomické proměnné. Srovnání nesmí být zavádějící a musí být provedené smysluplným způsobem. Dostupné množství a ověřitelnost dat o srovnatelných podnicích musí být srovnatelné, jinak není možné provést správné komparativní analýzy těchto dat a údajů. Podobně se vyjadřuje i Dluhošová (2010), která uvádí, že vypovídací schopnost těchto metod je zatím v ČR nižší a že nalézt srovnatelný podnik je velmi obtížné. Každý podnik je totiž specifický svou strukturou činností, typem podniku, fází vývoje apod.

Nicméně i přese všechno má metoda svůj význam. Vymezuje totiž prostor, ve kterém se hodnota podniku může pohybovat. Díky tomu můžeme posoudit reálnost výsledků, které jsme získali pomocí výnosových metod (Dluhošová, 2010).

2.7 Kombinované metody

Kombinované metody se podle Mařík (2011) snaží o kombinované ocenění majetkové a výnosové. Dluhošová (2010) uvádí, že u kombinovaných metod je hodnota založena na průměru hodnot propočtených dle výše uvedených metod. Obecně lze výpočet určit jako vážený průměr,

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i \quad (2.37)$$

kde w_i jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám a V_i je hodnota propočtená dle jednotlivých metod, přitom $w_i \in [0;1]$ a suma $w_i = 1$.

Častým způsobem je aplikace kombinace ocenění výnosového a substančního, neboť se zohledňuje majetková i výnosová stránka podniku. V praxi bývá nejčastěji používána, protože uplatnění obou výše zmíněných odlišných metod vede k výrazně odlišným výsledkům. V podstatě se hodnota podniku stanoví jako aritmetický průměr výnosové a substanční metody.

2.7.1 Metoda střední hodnoty

Metoda střední hodnoty se často používá v německé oceňovací praxi. Je to metoda, kterou vytvořila praxe a je značně oblíbená u praktiků. Podle Mařík (2011) však nemá teoretické zdůvodnění, a proto je třeba zacházet s ní opatrně.

Pro výpočet hodnoty podniku u metody střední hodnoty použijeme vzorec:

$$V = \frac{V_s + V_v}{2} \quad (2.38)$$

kde V_s je hodnota podniku zjištěná metodou substance, V_v je potom hodnota podniku pomocí výnosového ocenění. Výnosová hodnota obvykle bývá pro tyto účely vypočítána pomocí metody kapitalizovaných zisků. Vesměs lze použít vážený aritmetický průměr, takže výsledná hodnota podniku se stanoví podle vztahu:

$$V = w_1 \cdot V_s + w_2 \cdot V_v \quad (2.39)$$

kde w_1, w_2 jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám ocenění, $w_1, w_2 \in [0;1]$, $w_1 + w_2 = 1$.

Využitím tohoto přístupu se podle Dluhošové (2010) částečně odstraní nedostatky metody substanční hodnoty, tzn., u níž nejsou zohledněny očekávané výnosy podniku, a metody výnosové, která nezachycuje skutečnou hodnotu využívaného majetku.

U metody střední hodnoty si musíme dát pozor na to, zda se používané hodnoty vztahují jen k vlastnímu kapitálu nebo podniku jako celku. Mařík (2011) považuje za samozřejmé, že nemůžeme průměrovat například substanční hodnotu netto s výnosovou hodnotou celého podniku či naopak. Při použití standardního postupu použijeme jen **hodnoty vlastního kapitálu**.

Dále by mělo platit, že lze tuto metodu použít jen v případě, že se výnosová a substanční hodnota od sebe příliš neliší (rozdíl činí pro orientaci maximálně 5 až 10 %). Pokud by rozdíl mezi oběma hodnotami byl příliš velký, tak bychom měli přihlížet pouze k hodnotě výnosové, jelikož právě ta je pro investora do podniku podstatná.

2.7.2 Metoda mimořádných čistých výnosů

Metoda mimořádných čistých výnosů je další kombinovanou metodou. Celková hodnota podniku se v tomto případě skládá z hodnoty substance a hodnoty „firmy“.

Mařík (2011) definuje hodnotu „firmy“ jako rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou. Jejím charakteristickým rysem je skutečnost, že se nikde přímo nematerializuje. Vyjadřuje takové hodnoty jako stálý okruh zákazníků či účinný systém řízení, přičemž se jedná jen o jiné označení pojmu goodwill.

U této metody vycházíme z toho, že hodnotu firmy můžeme spočítat přímo. Základem je mimořádný čistý výnos. Tento pojem chápeme jako rozdíl mezi celkovým čistým výnosem (ČV) podniku a čistým výnosem, kterým dostaneme při normální zúročení (i_k) vloženého kapitálu. Pro upřesnění, „normální výnosnost“ kapitálu je podle Mařík (2011) dána obvyklou úrokovou mírou neboli náklady kapitálu. Ty reprezentují obvyklé zhodnocení kapitálu vzhledem k riziku, které je spojené s danou investicí. Jelikož pracujeme s čistými výnosy pro vlastníky a výsledkem ocenění bude přímo ocenění vlastního kapitálu, je tato kalkulovaná úroková míra stanovena na úrovni **nákladů vlastního kapitálu**. Vložený kapitál vyjadřuje substanční hodnota, která je založena na reprodukčních cenách. V tomto případě je substanční hodnota netto (S_n). Postup a logika výpočtu jsou uvedeny v tabulce 2.4:

Tabulka 2.4 Výpočet obvyklého a mimořádného čistého výnosu

| | |
|-------------------------------------|------------------------------|
| Obvyklý čistý výnos za rok | $i_k \cdot S_n$ |
| Mimořádný čistý výnos za rok | $\check{C}V - i_k \cdot S_n$ |

Zdroj: Mařík (2011)

Ze vzorce vyplývá, že je to rozdíl mezi plánovaným čistým výnosem podniku a obvyklým čistým výnosem, který by požadoval průměrný investor do vlastního kapitálu, aby kompenzoval své riziko.

Jestliže podnik dosáhne vyššího zisku, než jsou náklady kapitálu, vzniká mimořádný zisk. Právě ten je zdrojem goodwillu.

Hodnota vlastního kapitálu podniku (V_n) při trvale dosahovaném mimořádném čistém výnosu je:

$$V_n = S_n \frac{\check{C}V - i_k \cdot S_n}{i_{k2}} \quad (2.40)$$

Mimořádný čistý výnos je na rozdíl od obvyklého čistého výnosu spojen se značnými riziky. Z tohoto důvodu je zde obvykle kalkulováno s vyšší úrokovou mírou i_{k2} . Většinou se totiž předpokládá, že riziko spojené s mimořádným čistým výnosem je pro investora vyšší, než riziko, které je spojené s obvyklým zhodnocením vloženého kapitálu. Pokaždé se zde tedy jedná o náklady vlastního kapitálu, ale vždy s jinou rizikovou přírážkou.

Mařík (2011) na závěr k metodě mimořádných čistých výnosů uvádí tyto poznámky:

1. Metoda mimořádných čistých výnosů je variantou konceptu reziduálního zisku, a v tomto smyslu je příbuzná metodě EVA.
2. Problém metody mimořádných čistých výnosů je takový, že je používána neúplná substanční hodnota, která nezahrnuje veškeré náklady spojené s vybudováním podniku, především jako nehmotného majetku. Důsledkem toho je ne zcela správný propočet hodnoty firmy, který zahrnuje nejen hodnotu čistého goodwillu, ale i hodnotu některých jiných nehmotných aktiv daného podniku.
3. Podle názoru Maříka lze tuto metodu použít pro orientační propočty hodnoty málo výnosných podniků.
4. Tato metoda se v praxi nepoužívá příliš často. Na rozdíl od metody střední hodnoty, kterou naopak oceňovatelé rádi používají, má ale teoretické zdůvodnění a její použití by tedy bylo vhodnější.

3 Charakteristika výrobního podniku

3.1 Základní údaje o společnosti

Společnost ON Semiconductor nabízí ucelené portfolio polovodičových součástek a řešení, která mají široké využití v automobilovém průmyslu, komunikačních technologiích, počítačové technice, spotřební elektronice, průmyslové technice, LED osvětlení, lékařské elektronice, vojenství a letectví i v aplikacích pro napájení.

Součástí nadnárodní skupiny firem s více než 22 000 zaměstnanci jsou i společnosti se sídlem v České republice (Rožnov pod Radhoštěm a Brno), které zaměstnávají více než 1700 zaměstnanců a zabývají se návrhem integrovaných obvodů, výrobou křemíkových desek a výrobou polovodičových čipů.

Středisko pro návrh integrovaných obvodů ON Semiconductor bylo v Rožnově pod Radhoštěm založeno v roce 1994 pod názvem Motorola Czech Design Center. V současnosti, především díky své rentabilitě, vysoké odbornosti výzkumných a vývojových pracovníků a těsné vazbě na největší výrobní závod ON Semiconductor v Rožnově pod Radhoštěm, je nejvíce se rozvíjejícím návrhovým střediskem společnosti ON Semiconductor.

Tabulka 3.1 Základní údaje o společnosti ON Semiconductor

| | |
|---------------------------|---|
| Obchodní firma: | ON SEMICONDUCTOR CZECH REPUBLIC, s.r.o., právní nástupce |
| Sídlo společnosti: | Rožnov pod Radhoštěm, 1. máje 2230, PSČ 756 61 |
| Právní forma: | Společnost s ručením omezeným |
| Základní kapitál: | 540 000 000 Kč |
| Společníci: | SCG Czech Design Center, s.r.o. (výše obchodního podílu 95 %) ON Semiconductor Trading Ltd. (výše obchodního podílu 5 %) |

Zdroj: JUSTICE (2016): www.justice.cz

V Rožnově pracují tři hlavní výzkumná a vývojová oddělení:

Oddělení vývoje nových výrobků (NPD – New Product Development)

Oddělení vývoje nových výrobků (**NPD**) vyvíjí analogové a smíšené analogově-digitální integrované obvody pro spotřební elektroniku, komunikace, výpočetní techniku, průmyslovou elektroniku, automobilový průmysl i pro další segmenty trhu. Od svého založení v roce 1994 se oddělení NPD rozrostlo na trojnásobek a vyvinulo více než 70 produktů v bipolárních, CMOS a BiCMOS technologiích vyráběných v závodech po celém světě. SCG Czech Design Center, jako součást celosvětové organizace NPD, úzce spolupracuje s ostatními vývojovými centry ON Semiconductor po celém světě.

Činnost tohoto oddělení se soustřeďuje především na tyto oblasti:

- návrh elektrického schématu a morfologie,
- vývoj testování a vyhodnocování (charakterizace nových produktů),
- řízení projektů,
- produktové inženýrství,
- vývoj aplikací součástek, aplikační laboratoř.

Oddělení návrhových systémů (DST – Design System Technologies)

Oddělení návrhových systémů (DST), které podporuje návrhová centra po celém světě, zaměřuje svoji činnost do dvou hlavních směrů. Za prvé zodpovídá za vývoj knihoven a programových prostředků pro návrh plně zákaznických integrovaných obvodů. Dále se stará za implementaci vybraných nástrojů CAD a přímou podporu návrhářů.

Vyvíjené programy a knihovny podporují návrh metodikou shora dolů. Tato metodika v praxi znamená, že návrh nového obvodu začíná na úrovni popisu chování integrovaného obvodu. Dále se postupuje přes blokové schéma s funkčním popisem bloků až na úroveň tranzistorů nebo hradel. Pro ověření návrhu slouží simulace analogové (SPICE), simulace využívající formální jazyky (HDL, VerilogA) a samozřejmě i smíšené simulace. Po ověření funkce elektrického obvodu následuje vytváření morfologie obvodu z jeho schématu a jeho kontroly. Návrh pak končí extrakcí parazitních prvků a následnou simulací zahrnující všechny tyto prvky.

Oddělení analýzy a vývoje software (ERDC – European Region Development Center)

Poslední vývojovou skupinou je oddělení analýzy a vývoje software (**ERDC**), které pracuje na globálních projektech společnosti v oblasti analýzy, návrhu a vývoje software zahrnujících

vývoj CIM aplikací pro podporu výroby polovodičů (systém řízení výroby PROMIS, webové aplikace a reporting, databáze, datové sklady, systémy pro podporu rozhodování, automatizované systémy řízení výrobních a měřících zařízení), „E-business“ projekty (vývoj firemních webových stránek www.onsemi.com a systémů pro podporu marketingu), a celosvětovou podporu provozu vyvíjených aplikací v rámci firmy ON Semiconductor.

3.2 Výzkum a vývoj

Vývojové středisko ON Semiconductor bylo v Rožnově pod Radhoštěm založeno v roce 2002 pod názvem Manufacturing Technology Development (MTD). Hlavním cílem MTD je podpora obchodních záměrů ON SEMICONDUCTOR v oblasti výroby čipů analogových integrovaných obvodů v oblasti zajištění základních materiálů (vstupní křemíková deska), moderních technologií, počítačové podpory výroby (modelování polovodičových struktur) a zlepšování ekonomických parametrů produkce křemíku a čipů integrovaných obvodů. MTD úzce spolupracuje jak s Návrhovým střediskem ON SEMICONDUCTOR v Rožnově pod Radhoštěm, s výrobními závody v Rožnově (výroba křemíku a výroba čipů) ale i s pracovišti ON SEMICONDUCTOR v Phoenixu v USA. Odborně podporuje výrobní závod ON SEMICONDUCTOR v Piešťanech na Slovensku. MTD udržuje a rozvíjí vztahy s několika vysokoškolskými pracovišti a s některými pracovišti České akademie věd. Jde především o spolupráci s Masarykovou univerzitou v Brně a Fyzikálním ústavem AV v Praze.

MTD je organizačně složeno ze tří vývojových oddělení:

- **Oddělení vývoje křemíku**, které vyvíjí a do výroby zavádí nové typy křemíkových desek. Toto oddělení pracuje např. na zlepšení geometrických parametrů Si desek potřebných pro submikronové technologie, na vývoji a hodnocení desek s intrinzickými a extrinzickými getačními schopnostmi, na zvýšení čistoty povrchu desek a na vývoji Si desek s epitaxními vrstvami. Dále se toto oddělení zabývá řešením úkolů při snižování výrobních nákladů Si desek, čímž zlepšuje i ekonomické parametry výroby čipů a tak i odbytové možnosti firmy ON Semiconductor.
- **Oddělení analogových technologií** se soustřeďuje na vývoj nových technologií pro výrobu čipů analogových integrovaných obvodů, umožňujících především zvýšení hustoty tranzistorů na čipu IO a zlepšení parametrů všech použitých prvků, zvýšení použitelných kmitočtů a zvýšení výtěžnosti čipů. Dále oddělení

spolupracuje při řešení aktuálních úkolů vznikajících ve výrobě čipů, vyvíjí a poskytuje nové metody pro zlepšení technologických operací, pro hodnocení dat a údajů z měření testů a čipů a v dalších oblastech.

- **Oddělení detektorů** zajišťuje ve spolupráci s FÚ AV ČR v Praze vývoj technologie a vlastní výrobu polovodičových detektorů elementárních částic pro použití ve výzkumných projektech mezinárodních vědeckých organizací. Vzhledem k vysokým nárokům na technologické operace použité při výrobě detektorů, spolupracuje oddělení na zlepšování vlastností řady technologických bloků.

Pro svou práci využívají všechna oddělení MTD strojního a testovacího vybavení výrobních linek, firemních laboratoří v Rožnově a v Phoenixu, externích laboratoří a společné laboratoře LDDA Masarykovy univerzity v Brně. Pro modelování taveniny křemíku při tažení monokrystalů je využit vysoce sofistikovaný program FEMAG a pro modelování vlastností polovodičových struktur softwarový nástroj ISE.

Informace byly převzaty z portálu www.onsemi.com.

4 Aplikace vybraných metod oceňování na vybraný podnik

Vybrané metody, které byly popsány v teoretické části této práce, budou nyní využity v části praktické. Pomocí nich budeme zjišťovat hodnotu společnosti ON Semiconductor, s.r.o.

4.1 Analýza makroprostředí

Pro analýzu makroprostředí byla vybrána PEST analýza. Tato metoda se zaměřuje na popis politických, ekonomických, sociálně-kulturních a technologických faktorů, které ovlivňují růst a vývoj vybrané společnosti a tím i její hodnotu.

4.1.1 Politické faktory

Na hospodaření firem mají politická rozhodnutí velký vliv. Jedním z významných faktorů ovlivňující chod firem je vývoj sazby daně z přidané hodnoty, uvedený v tabulce 4.1.

Tabulka 4.1 Vývoj sazby DPH

| | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------|----------|------|------|------|------|------|----------|----------|
| Sazba daně | Základní | 20% | 20% | 20% | 21% | 21% | 21% | 21% |
| | Snížená | 10% | 10% | 14% | 15% | 15% | 15 a 10% | 15 a 10% |

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z Českého statistického úřadu

Můžeme vidět, že sazba základní je po většinu doby prakticky neměnná. Naproti tomu sazba snížená vzrostla z 10 % z roku 2010 až na 15 % v roce 2013 a navíc od roku 2015 přibyla nová snížená sazba na úrovni 10 %. Společnost ON Semiconductor jakožto firmu vyrábějící polovodičové součástky ovlivňuje výše základní sazby. Právě její neměnná výše, stejně jako stabilní ekonomické prostředí, může mít pozitivní vliv na hospodářské výsledky firmy.

Od 1. ledna 2014 nastala pro firmy a podnikatele velká spousta změn. Mezi nejvýznamnější patří to, že bylo rozhodnuto o zrušení obchodního zákoníku a integraci soukromého práva do zákoníku občanského. Navíc byl vyhrazen nový zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích, který se zabývá vymezeným okruhem právnických osob, a sice obchodními korporacemi. Další změny se například týkají:

- snížení základního kapitálu u společnosti s ručením omezeným z 200 000 Kč na 1 Kč,

- možnost volby mezi dualistickým (představenstvo a dozorčí rada) a monistickým (správní rada a statutární ředitel) systémem struktury u akciových společností,
- povinnost pro akciové společnosti zřídit si internetové stránky.

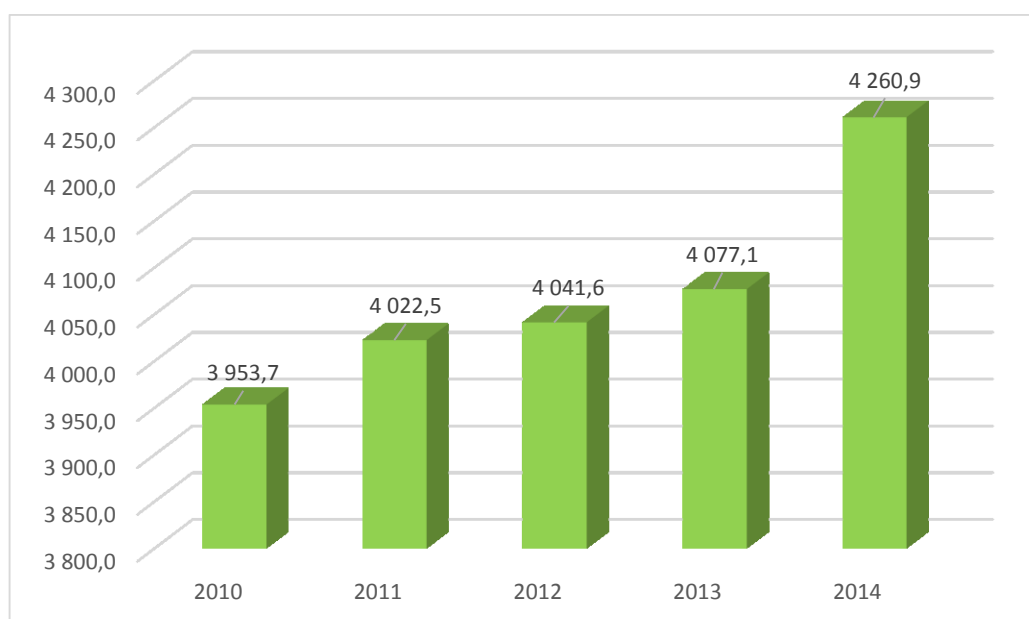
Zdroj: www.businessinfo.cz

Sazba daně z příjmů právnických osob po celé sledované období setrvala na 19 %.

4.1.2 Ekonomické faktory

Druhou část PEST analýzy tvoří ekonomické faktory. Jako první se podíváme, jakým způsobem ovlivnil vývoj hrubého domácího produktu ČR hospodaření společnosti ON Semiconductor.

Graf 4.1 Vývoj HDP v České republice v mld. Kč



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z Českého statistického úřadu

Z grafu 4.1 můžeme vidět, že hrubý domácí produkt ČR každým rokem vzrostl. Největší změna nastala mezi roky 2013 – 2014, kdy HDP vzrostl o 183,8 mld. Kč, což byl nárůst o zhruba 4,5 %.

V následující tabulce jsou uvedeny vybrané ukazatele znázorňující hospodaření společnosti ve sledovaném období. Údaje byly převzaty z výročních zpráv společnosti ON Semiconductor.

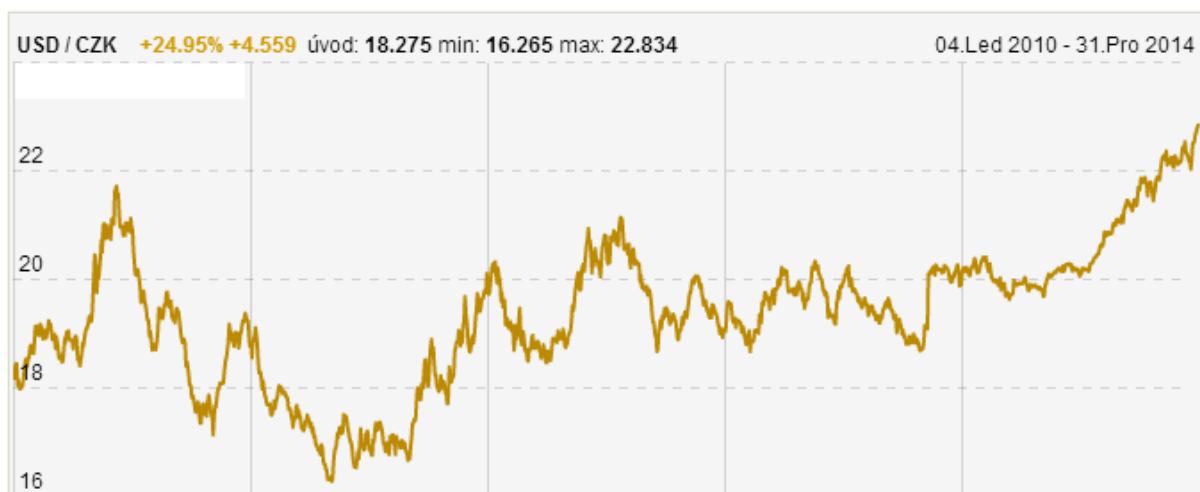
Tabulka 4.2 Vybrané ekonomické údaje společnosti ON Semiconductor v tis. Kč

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Prodej vlastních výrobků a služeb | 1 908 066 | 1 728 622 | 2 039 988 | 2 438 094 | 2 696 885 |
| Provozní výsledek hospodaření | 93 282 | 69 599 | 219 325 | 192 223 | 182 039 |
| Výsledek hospodaření za účetní období | 26 104 | 26 688 | 119 415 | 107 201 | 153 182 |

Zdroj: vlastní zpracování

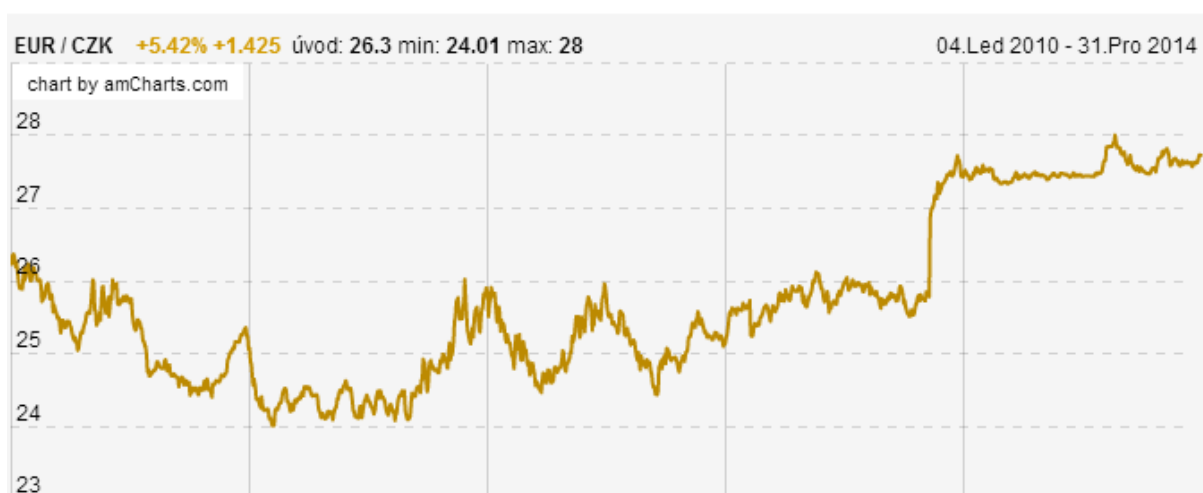
Z tabulky č. 4.2 je patrné, že vytrvalý růst HDP zřejmě měl pozitivní vliv i na hospodářské výsledky firmy. Pokles poptávky a prodeje vlastních výrobků a služeb v roce 2011 měly podle výroční zprávy společnosti na svědomí pokračující investice do zařízení, které měly umožnit reagovat na předpokládané oživení poptávky v příštích letech. Nejlepších výsledků dosáhla firma v roce 2014, kdy byly výsledky pozitivně ovlivněny investicemi z minulých období.

Společnost ON Semiconductor v Rožnově pod Radhoštěm uskutečňuje své obchodní transakce se zahraničím. Zde patří i obchody s mateřskou firmou, jejíž sídlo se nachází v Arizoně ve Spojených státech amerických. Proto v grafech 4.2 a 4.3 nalezneme vývoj kurzu české koruny s americkým dolarem a eurem.

Graf 4.2 Vývoj kurzu USD/CZK v letech 2010 - 2014

Zdroj: KURZY (2016): www.kurzy.cz

Graf 4.3 Vývoj kurzu EUR/CZK v letech 2010 - 2014



Zdroj: KURZY (2016): www.kurzy.cz

Z obou grafů je patrné, že jak americký dolar, tak euro oproti české koruně posílily, čili jinak řečeno, koruna vůči oběma měnám oslabila. Právě slabší domácí měna podporuje nárůst exportu výrobků a služeb do zahraničí. Pokud oba předchozí grafy porovnáme s tabulkou 4.2, tak můžeme vidět, že v případě posilování domácí měny oproti měnám zahraničním (rok 2011) prodej vlastních výrobků a služeb pokles a naopak v letech, kdy posilovaly měny zahraniční, prodej rostl.

V následujících tabulkách nalezneme vývoj počtu zaměstnaných osob ve zpracovatelském průmyslu v České republice (tabulka 4.3) a její srovnání s vývojem počtu zaměstnanců v ON Semiconductor během stejného období (tabulka 4.4).

Tabulka 4.3 Počet osob zaměstnaných ve zpracovatelském průmyslu v ČR v tis. osob

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Počet zaměstnanců v tis. | 1 043,5 | 1 064,7 | 1 063,6 | 1 051,7 | 1 064,7 |

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z Českého statistického úřadu

Tabulka 4.4 Počet osob zaměstnaných v ON Semiconductor

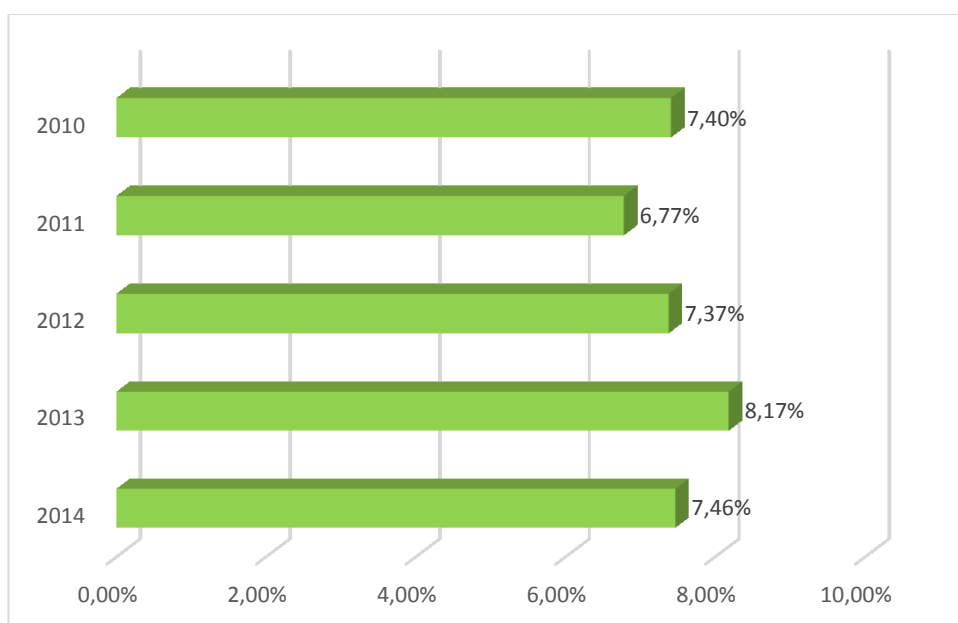
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Počet zaměstnanců | 1 112 | 1 058 | 1 128 | 1 295 | 1 360 |

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulek 4.3 a 4.4 je možné usoudit, že počet zaměstnanců společnosti ON Semiconductor v jednotlivých letech nebyl zvlášť závislý na vývoji zaměstnanců v celém zpracovatelském průmyslu. Pokud se ale zpětně podíváme na tabulku 4.2, tak můžeme vidět, že vývoj počtu zaměstnanců ON Semiconductor je shodný, jako byl vývoj prodeje vlastních výrobků a služeb.

Další grafy se budou věnovat míře nezaměstnanosti a tomu, jak se mezi roky 2010 – 2014 vyvíjela. Graf 4.4 zobrazuje míru nezaměstnanosti v České republice a graf 4.5 nezaměstnanost ve Zlínském kraji. Zlínský kraj byl vybrán z toho důvodu, že právě zde má ON Semiconductor své sídlo a většina jejich zaměstnanců pochází odsud.

Graf 4.4 Míra nezaměstnanosti v ČR

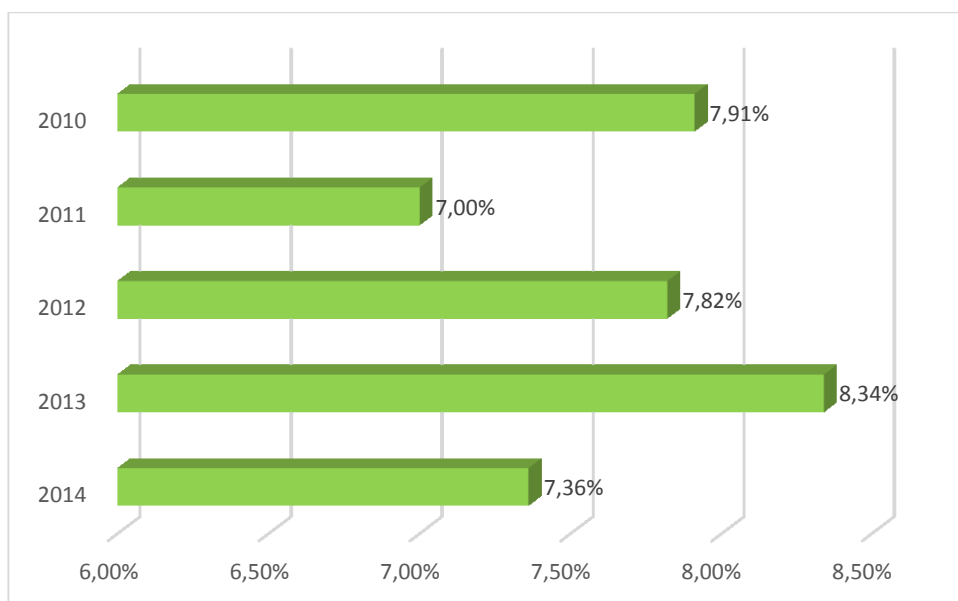


Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z Českého statistického úřadu

Co se týče vývoje míry nezaměstnanosti v České republice, tak z grafu 4.4 nemůžeme vyčíst, že by nezaměstnanost měla rostoucí či klesající trend. Kromě roku 2011, kdy byla míra nezaměstnanosti 6,77 %, se nezaměstnanost držela nad 7 %.

Jestliže se míra nezaměstnanosti v České republice držela na poměrně stabilní úrovni, jinak tomu bylo v případě Zlínského kraje. Graf 4.5 nám ukazuje, že nezaměstnanost v kraji sice kopírovala nárůst či pokles nezaměstnanosti v republice, avšak s mnohem většími výkyvy. Ovšem pokud srovnáme graf 4.5 s tabulkou 4.4, zjistíme, že míra nezaměstnanosti ve Zlínském kraji neměla přímý vliv na počet zaměstnanců firmy ON Semiconductor.

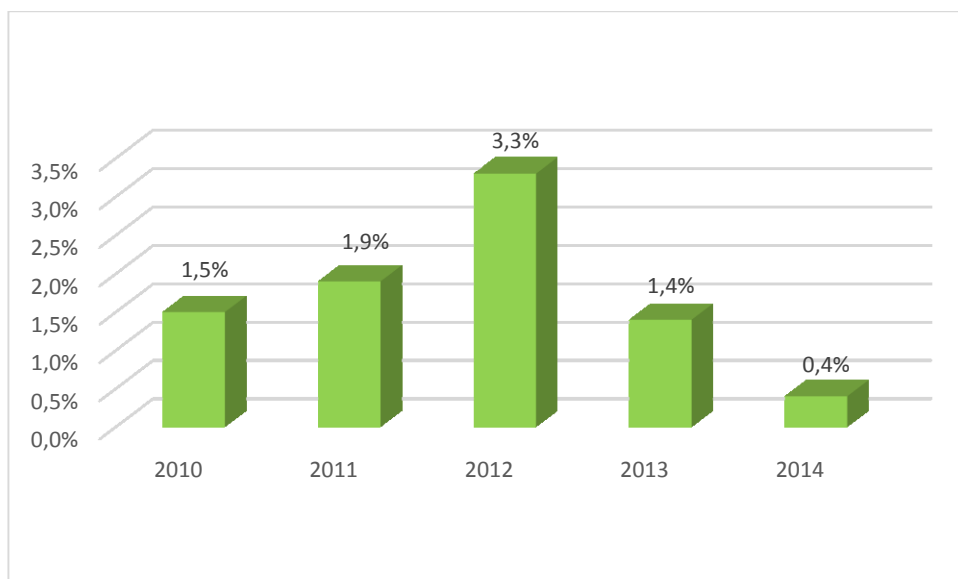
Graf 4.5 Míra nezaměstnanosti ve Zlínském kraji



Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z Českého statistického úřadu

Vliv na hospodaření podniků má také míra inflace. V grafu 4.6 je zaznamenán vývoj inflace v letech 2010 – 2014 v %.

Graf 4.6 Roční míra inflace



Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z Českého statistického úřadu

Podle grafu 4.6 míra inflace mezi roky 2010 – 2012 vzrostla na úroveň 3,3 % a poté do roku 2014 klesla na 0,4 %. Z těchto údajů můžeme říct, že se inflace v tomto období držela na poměrně stabilní úrovni a tím pádem vytvářela výhodné podmínky pro investování.

Společnost ON Semiconductor podle svých slov uvedených ve výročních zprávách investovala nejvíce v letech 2010 a 2011. Podle firmy právě tyto investice pozitivně ovlivnily výsledky v dalších letech, což můžeme vyčíst z tabulky 4.2.

4.1.3 Sociálně-kulturní faktory

Mezi sociálně kulturní faktory můžeme zařadit počet obyvatel České republiky a jeho vývoj, změnu životního stylu obyvatel či jejich vzdělání. V tabulce č. 4.5 můžeme vidět vývoj počtu obyvatel České republiky mezi lety 2005 – 2014. Údaje o počtu obyvatel jsou uvedeny v tisících.

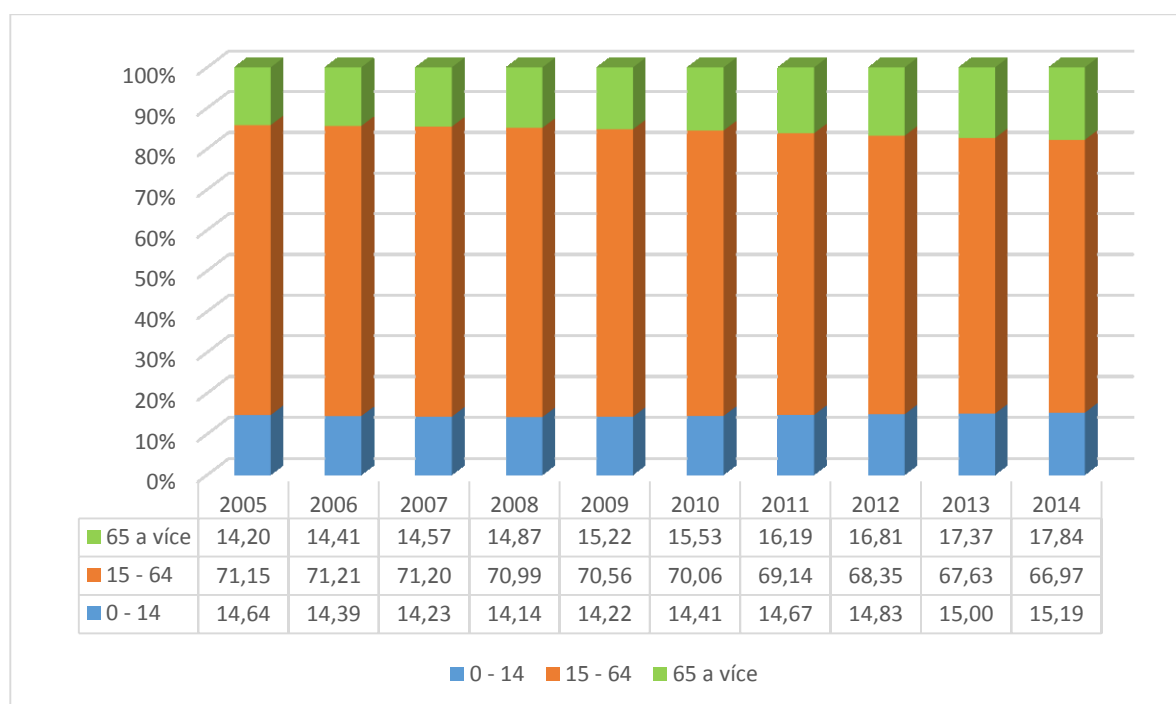
Tabulka 4.5 Počet obyvatel ČR podle věkových skupin

| Věk | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 0 – 14 | 1 501 | 1 480 | 1 477 | 1 480 | 1 494 | 1 518 | 1 541 | 1 560 | 1 577 | 1 601 |
| 15 - 64 | 7 293 | 7 325 | 7 391 | 7 431 | 7 414 | 7 379 | 7 263 | 7 188 | 7 109 | 7 057 |
| 65 a více | 1 456 | 1 482 | 1 513 | 1 556 | 1 599 | 1 636 | 1 701 | 1 768 | 1 826 | 1 880 |
| celkem | 10 250 | 10 287 | 10 381 | 10 467 | 10 507 | 10 533 | 10 505 | 10 516 | 10 512 | 10 538 |

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z Českého statistického úřadu

Z tabulky 4.5 je patrné, jak se vyvíjí počet obyvatel ČR podle jednotlivých věkových skupin. Podobně jako v jiných vyspělých zemích Evropy se i zde setkáváme s tzv. stárnutím populace, čili nárůstu osob penzijního věku (65 a více) a poklesu osob produktivního věku (15 – 64). Tento jev je však v posledních letech vyvažován větší porodností a nárůstu počtu dětí, což mají především na svědomí přistěhovalci a odkládání mateřství u silných ročníků. Následující graf č. 4.7 ukazuje procentuální rozložení jednotlivých věkových skupin. I zde je patrný pokles obyvatel produktivního věku a nárůst mladých a starých lidí.

Graf 4.7 Věkové složení obyvatel v %



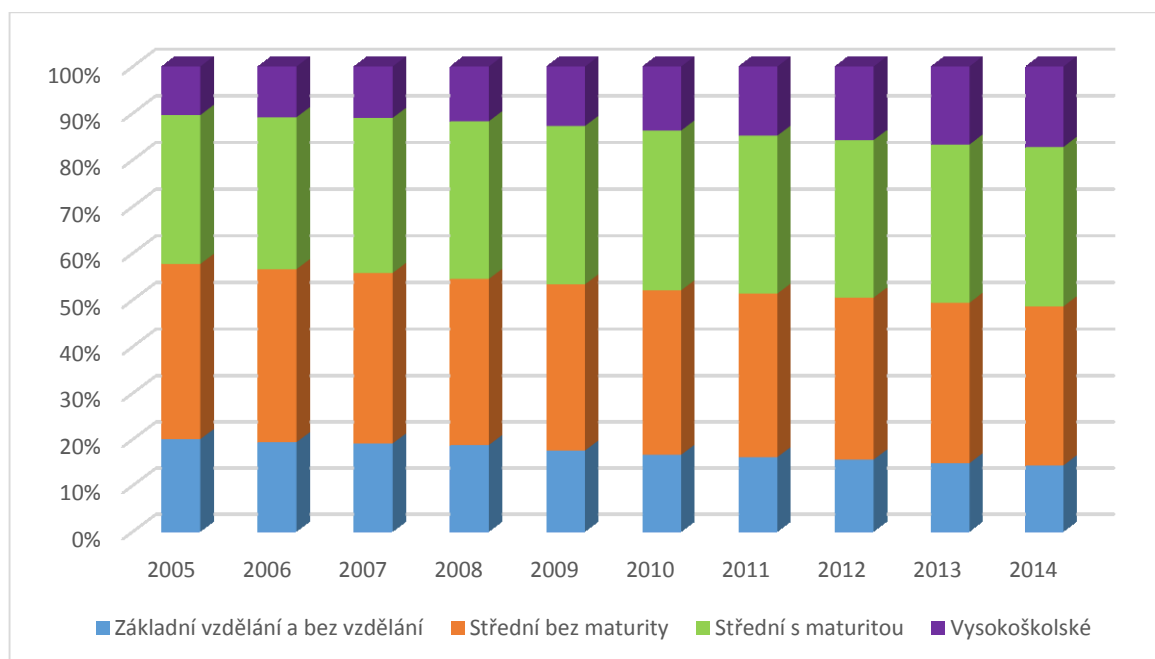
Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z Českého statistického úřadu

Nárůst počtu obyvatel nad 65 let má na svědomí několik důvodů. Podle statistické ročenky, kterou zveřejnil Český statistický úřad v roce 2015, mají muži naději dožít se téměř 76 let a ženy 82 let. Prodlužování věku mají na svědomí především pokroky v medicíně, zdravější životní styl či čistější životní prostředí.

Produkty společnosti ON Semiconductor jsou zaměřeny právě na skupinu osob, které jsou v produktivním věku. S klesajícím počtem těchto osob by mohl firmě hrozit pokles poptávky po jejich produktech. Z tabulky 4.2 však lze usoudit, že se nic takového neděje. Je to proto, že ON Semiconductor provádí své transakce především se spřízněnými stranami (ostatní společnosti ovládané mateřskou společností ON Semiconductor Corporation), které mají svá sídla ve většině případů v zahraničí. Z toho důvodu můžeme říci, že vývoj počtu obyvatel ČR nemá přímý vliv na hospodářskou situaci ON Semiconductor.

Následující graf znázorňuje rozložení obyvatel podle dosaženého vzdělání. Jednotlivé skupiny jsou v grafu zobrazeny v %.

Graf 4.8 Vzdělání obyvatel ČR ve věku 15 a více let



Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z Českého statistického úřadu

Podle grafu 4.8 můžeme vyčíst trend, podle kterého se zvyšuje podíl lidí disponující vysokoškolským a středoškolským vzděláním s maturitou a naopak pokles u lidí s nižším vzděláním. Firma ON Semiconductor se zaměřuje především na vysokoškolsky vzdělané obyvatele v technických oborech. A právě nárůst počtu těchto obyvatel může mít pozitivní efekt pro tuhle společnost.

Tabulka 4.6 Počet studentů technických oborů na českých vysokých školách

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| bakalářské | 57 023 | 56 053 | 54 865 | 54 244 | 50 680 |
| magisterské | 22 335 | 22 064 | 21 570 | 21 311 | 20 600 |
| doktorské | 7 559 | 7 362 | 7 116 | 7 062 | 6 868 |
| celkem | 86 917 | 85 479 | 83 551 | 82 617 | 78 148 |

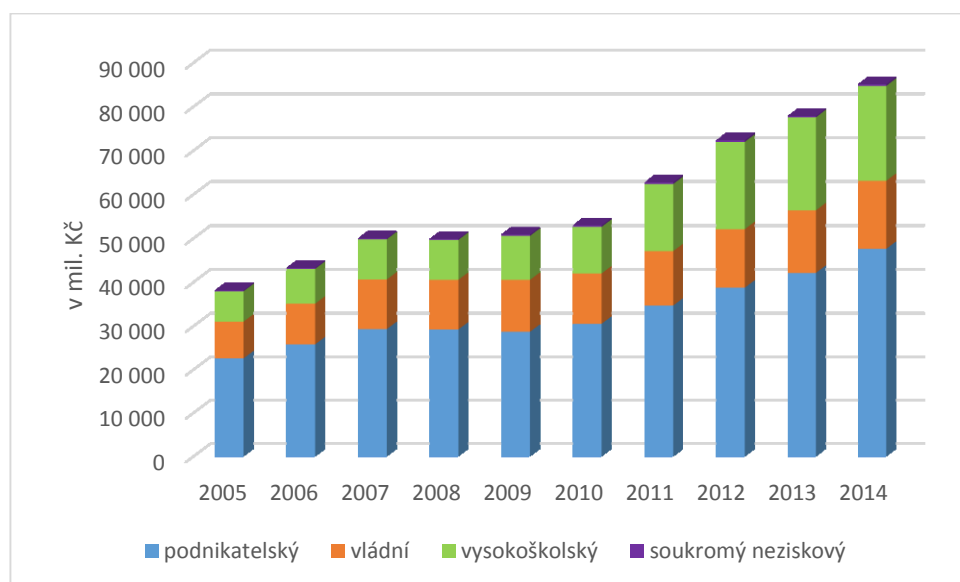
Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z Ministerstva školství, mládeže a tělovýchovy

Pokud se ale podíváme na vývoj počtu studentů technických oborů, tak podle dat z tabulky 4.6 zjistíme, že jejich počet každým rokem klesá. Je tedy patrné, že o studium technických oborů je čím dál menší zájem. Pro společnost ON Semiconductor klesající počet studentů technických oborů znamená, že musí vynaložit větší úsilí, chce-li čerstvé absolventy získat. Naopak absolventi budou každým rokem žádanější a budou mít větší šanci uplatnit se na lukrativnějších místech.

4.1.4 Technologické faktory

Do technologických faktorů můžeme zařadit výdaje na vědu a výzkum. Jak již bylo řečeno, firma ON Semiconductor se podílí na výzkum a vývoji především v oblasti vývoje křemíku, analogových technologií a detektorů.

Graf 4.9 Výdaje na vědu a výzkum podle sektorů



Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu 4.9 je patrné, že výdaje na vědu a výzkum se prakticky každým rokem zvětšují. Z jednotlivých sektorů se na růstu největší mírou podílí sektor podnikatelský, jehož výdaje se mezi roky 2005 a 2014 více než zdvojnásobily. Největší procentuální nárůst ovšem zaznamenaly výdaje u vysokých škol.

Tabulka 4.7 Výdaje na výzkum a vývoj společnosti ON Semiconductor v tis. Kč

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Celkem | 12 741 | 31 619 | 34 480 | 18 168 | 3 874 |
| z toho státní dotace | 4 011 | 12 949 | 17 909 | 10 895 | 2 666 |

Zdroj: vlastní zpracování

V roce 2009 společnost podle informací z výročních zpráv zahájila projekt výzkumu a vývoje pokročilé komplementární bipolární technologie pro výrobu integrovaných obvodů, v roce 2011 pak projekt Výzkum a vývoj pokročilých IGBT technologií, projekt Struktury SOI pro pokročilé polovodičové technologie a projekt Výzkum a vývoj technologií výroby nových typů křemíkových desek. V roce 2012 byl potom zahájen projekt Platforma pokročilých mikroskopických a spektroskopických pro nano a mikrotechnologie AMISPEC.

Z tabulky 4.7 je patrné, že největší výdaje na výzkum a vývoj nových technologií měla firma v roce 2012. Pokud ovšem srovnáme velikost celkových výdajů s velikostí státních dotací, zjistíme, že se dotace každým rokem podílely větším podílem na celkových výdajích do výzkumu a vývoje společnosti.

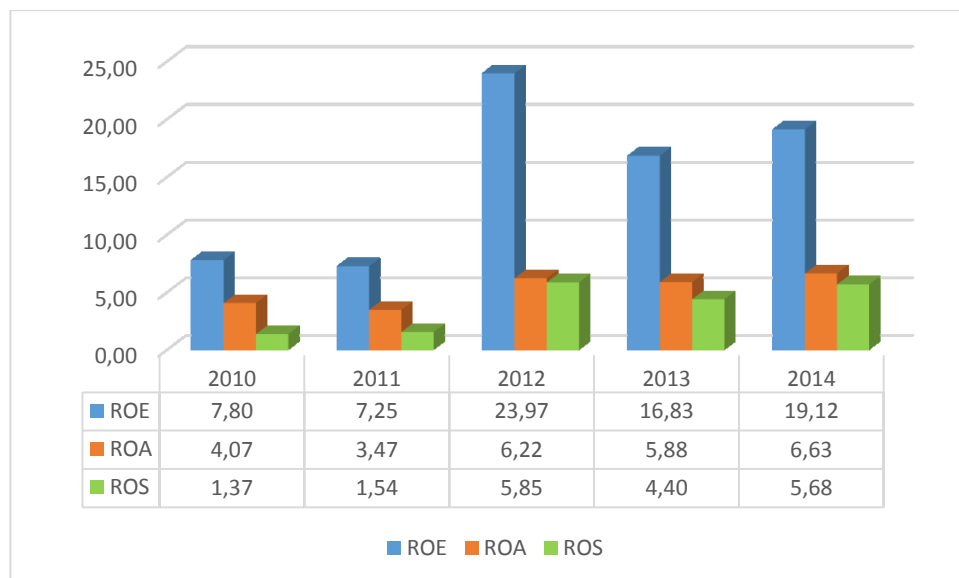
4.2 Finanční analýza vybraného podniku

Součástí oceňování podniku je i finanční analýza. V kapitole 4.2 jsou uvedeny nejdůležitější poměrové ukazatele analýzy. Jednotlivé údaje potřebné k výpočtům byly získány z příloh 1 a 2, výsledky výpočtů jednotlivých ukazatelů nalezneme v příloze č. 4.

4.2.1 Ukazatele rentability

Rentabilita nám sděluje, jak je podnik schopen vytvářet nové zdroje, neboli jak jsou jeho činnosti efektivní. Ukazatele rentability by měly v čase vykazovat rostoucí tendenci.

Graf 4.10 Ukazatele rentability v %



Zdroj: vlastní zpracování

U rentability vlastního kapitálu (ROE) můžeme podle grafu 4.10 vidět, jak po roce 2012, kdy rentabilita činila 23,97 %, spadla hodnota ukazatele na 16,83 %. Bylo to z důvodu, že hodnota vlastního kapitálu v roce 2013 stoupla o 138 677 tisíc Kč, zatímco výsledek hospodaření po zdanění klesl o 12 214 tisíc Kč. Nicméně v následujícím roce ukazatel ROE opět rostl.

Rentabilita aktiv (ROA) nevykazovala tak velké výkyvy, jako rentabilita vlastního kapitálu. V letech 2011 a 2013 zaznamenal ukazatel ROA pokles. V těchto letech totiž tempo nárůstu celkových aktiv převyšovalo růst ukazatele EBIT (zisk před úroky a zdaněním). Podobně jako u ROE i zde ukazatel v posledním roce zaznamenal růst.

Na velikost rentability tržeb (ROS) mají vliv velikost výsledku hospodaření za účetní období a objem tržeb. Největší hodnoty dosáhl ukazatel ROS v roce 2012, kdy oproti předchozímu roku vzrostl výsledek hospodaření o 92 727 tisíc Kč a hodnota ROS tak činila 5,85 %. Pokles v roce 2013 byl způsoben především výrazným zvýšením objemu tržeb, které oproti roku 2012 vzrostly o 398 106 tisíc Kč. V roce 2014, díky navýšení výsledku hospodaření na 153 182 tisíc Kč, rentabilita tržeb opět rostla.

4.2.2 Ukazatele zadluženosti

Tabulka 4.8 ukazuje hodnoty vybraných ukazatelů zadluženosti firmy ON Semiconductor. Patří mezi ně podíl vlastního kapitál na aktivech, celková zadluženost a úrokové krytí.

Tabulka 4.8 Ukazatele zadluženosti

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <i>Podíl VK na A (v %)</i> | 14,55 | 14,69 | 14,98 | 18,34 | 21,58 |
| <i>Celková zadluženost (v %)</i> | 85,25 | 85,13 | 84,76 | 81,33 | 78,12 |
| <i>Úrokové krytí</i> | 1,41 | 1,47 | 2,46 | 2,29 | 3,00 |

Zdroj: vlastní zpracování

První ukazatel nám udává, do jaké míry je podnik schopný svůj majetek pokrýt vlastními zdroji, charakterizuje tedy finanční stabilitu podniku. Trend ukazatele má být rostoucí, což potvrzují i údaje z tabulky 4.8. Zásahu na tomto růstu má především rostoucí hodnota vlastního kapitálu, která z roku 2010, kdy činila 334 826 tisíc Kč, vzrostla na 801 211 tisíc Kč v roce 2014.

Ukazatel celkově zadluženosti naopak značí podíl cizího kapitálu na celkových aktivech. Vysoká hodnota tohoto ukazatele může značit riziko věřitelů. Podle dat z tabulky 4.8 můžeme vypořizovat, že se zadluženost firmy každým rokem snižuje. Je zde opačný trend, než je tomu u podílu VK na aktivech.

Hodnota úrokového krytí nám značí, jaká část zisku je použita na splácení úroků věřitelům. Jestliže je hodnota ukazatele 1, veškerý zisk je použit na splácení úroků. Proto je doporučená hodnota ukazatele vyšší než 1, což bylo především díky rostoucím výsledkům hospodaření dosaženo.

4.2.3 Ukazatele aktivity

Tabulka 4.9 ukazuje výsledky jednotlivých ukazatelů doby obratu.

Tabulka 4.9 Ukazatele doby obratu ve dnech

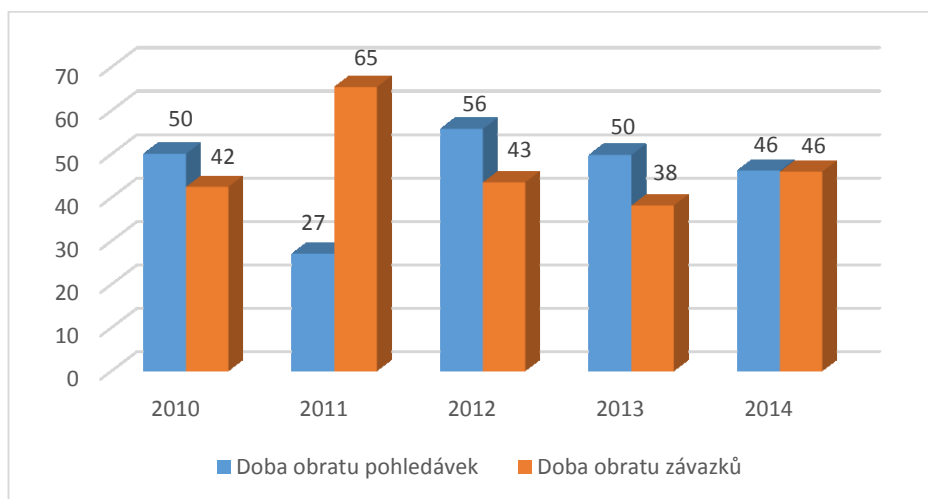
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|
| <i>Doba obratu aktiv</i> | 434 | 522 | 587 | 513 | 496 |
| <i>Doba obratu zásob</i> | 20 | 32 | 29 | 24 | 23 |
| <i>Doba obratu pohledávek</i> | 50 | 27 | 56 | 50 | 46 |
| <i>Doba obratu závazků</i> | 42 | 65 | 43 | 38 | 46 |

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele doby obratu nám vyjadřují, kolikrát dojde k obratu dané položky vzhledem k tržbám. U aktiv a zásob se snažíme, aby jejich doba obratu byla co nejkratší. Aktiva měla nejdelší dobu obratu v roce 2012. Bylo to způsobeno především prudkým nárůstem hodnoty aktiv, která mezi roky 2011 – 2012 vzrostla o 818 853 tisíc Kč. Doba obratu zásob dosáhla vrcholu v roce 2011. Podobě jako u aktiv i zde růst ukazatele způsobil prudký nárůst hodnoty zásob, tentokrát o 49 458 tisíc Kč. Od dosažení svých vrcholů však již obě doby obratu klesají.

Mezi dobou obratu pohledávek a závazků existuje vztah. Aby totiž byla zajištěna finanční rovnováha podniku, měla by doba obratu závazků být delší než u pohledávek. Na následujícím grafu můžete uvidět srovnání.

Graf 4.11 Srovnání doby obratu pohledávek a závazků ve dnech



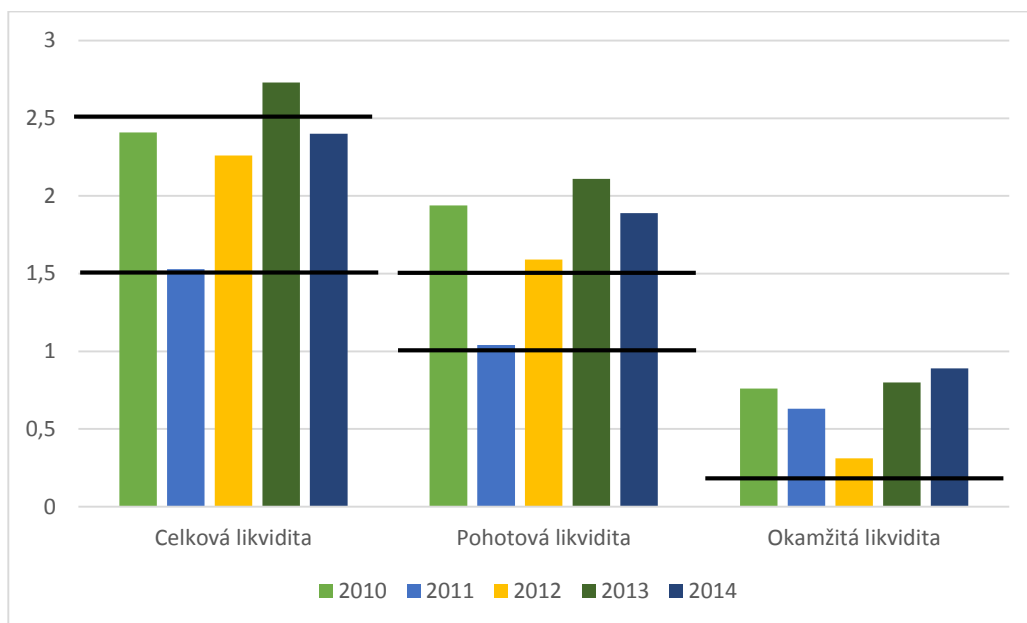
Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu 4.11 je patrné, že pouze v roce 2011 byla doba obratu závazků delší než doba obratu pohledávek. V ostatních letech tak mohlo docházet k situaci, kdy firma byla v platební neschopnosti.

4.2.4 Ukazatele likvidity

Likviditou rozumíme schopnost podniku dostát svým závazkům a získat dostatek prostředků na potřebné platby. Každý druh likvidity má své doporučené hodnoty. U celkové likvidity je to v rozmezí od 1,5 do 2,5, pohotovové 1,0 až 1,5 a okamžité alespoň 0,2.

Graf 4.12 Celková, pohotová a okamžitá likvidita



Zdroj: vlastní zpracování

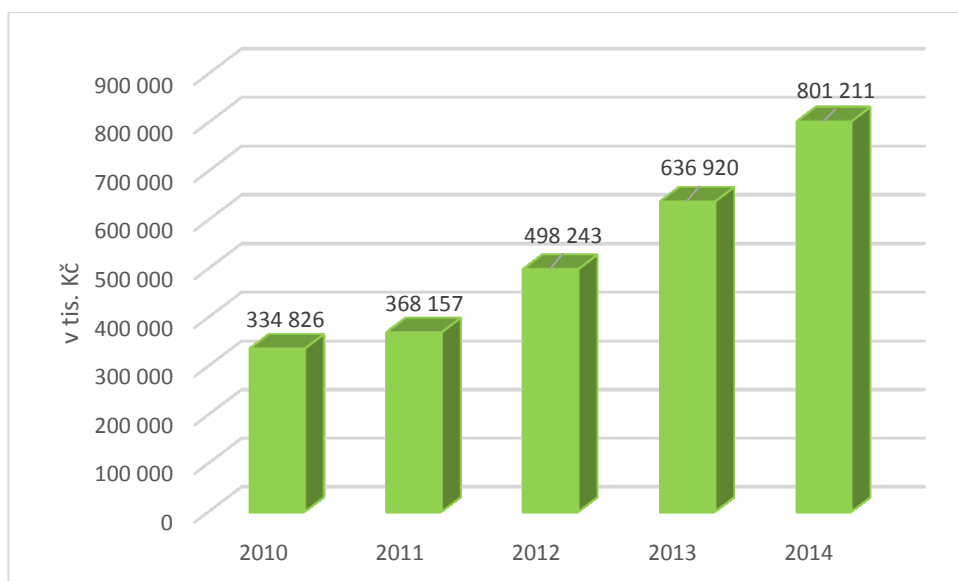
Ne vždy je vysoká likvidita pro vlastníky podniku příznivá, jelikož jsou finanční prostředky ve velké výši vázány v aktivech. Ty pak nepracují ve prospěch zhodnocování těchto financí. V grafu 4.12 můžeme vidět společnost ON Semiconductor má problémy především s vysokou pohotovou likviditou. Je to hlavně z důvodu nízkých hodnot zásob. U ostatních likvidit se převážně většina firma dostala do oblastí doporučených hodnot.

4.3 Majetkové metody ocenění

4.3.1 Účetní metoda

Úkolem účetní metody je zjištění velikosti vlastního kapitálu podniku. Tento získáme jako rozdíl mezi účetní hodnotou aktiv a účetní hodnotou závazků. Informace byly získány z hodnot v příloze č. 1, výpočty jsou uvedeny v příloze č. 5.

Graf 4.13 Hodnota vlastního kapitálu v tis. Kč



Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu výše je patrné, že hodnota vlastního kapitálu po celé sledované období narůstala. Zatímco v roce 2010 byla výše vlastního kapitálu 334 826 tis. Kč, v roce 2014 přesáhla výše vlastního kapitálu hodnotu 800 000 tisíc Kč, konkrétně 801 211 tisíc Kč. Od roku 2011 činil každoroční nárůst vlastního kapitálu více než 100 000 tisíc Kč, nejvíce potom mezi roky 2013 – 2014 a to o celých 164 291 tisíc Kč. Pokud bychom se detailněji podívali na jednotlivé složky vlastního kapitálu, zjistíme, že největší vliv na růst vlastního kapitálu měly výsledky hospodaření minulých let. Mezi lety 2010 – 2013 započítával podnik do účetnictví neuhrazené ztráty z minulých, ovšem jejich výše každým rokem klesala. Z 384 025 tisíc Kč v roce 2010 klesla ztráta až na 224 971 tisíc Kč v roce 2013. V roce 2014 se dokonce podnik v položce výsledku hospodaření z minulých let dostal do zisku 17 267 tisíc Kč, což mělo pozitivní vliv na růst hodnoty vlastního kapitálu. Pozitivní vliv na velikost vlastního kapitálu měly i výsledky hospodaření za běžná účetní období, které se po celé sledované období pohybovaly v kladných číslech a od roku 2012 navíc neklesly pod hodnotu 100 000 tisíc Kč.

4.4 Výnosové metody oceňování

U výnosových metod se hodnotu podniku snažíme stanovit pomocí budoucích volných peněžních toků. Obvykle se tyto peněžní toky stanovují na několik let dopředu.

4.4.1 Metody diskontovaných peněžních toků

V této diplomové práci se budou peněžní toky počítat podle metody DCF-Entity, u které je oceňován celkový kapitál. V první fázi výpočtu budou peněžní toky stanoveny na 5 let dopředu (roky 2015 – 2019), v druhé fázi bude nutné stanovit budoucí toky na základě minulého vývoje, tempa růstu g a budoucích WACC. Jednotlivé výpočty jsou provedeny v příloze č. 6.

Prvním krokem při zjišťování hodnoty podle metody DCF-Entity je výpočet velikosti průměrných nákladů celkového kapitálu. V první řadě ale bylo třeba zjistit velikost nákladů vlastního kapitálu (R_e) v 1. a 2. fázi. Výpočet zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 4.10 Výpočet R_e pro 1. a 2. fázi

| | | 1. fáze | 2. fáze |
|---|-------------------------|----------------|----------------|
| β_U | | 1,76 | 1,76 |
| Daňová sazba (v %) | t | 19 | 19 |
| Vlastní kapitál (v tis. Kč) | E | 801 211 | 801 211 |
| Cizí kapitál (v tis. Kč) | D | 2 900 074 | 2 900 074 |
| β_L | | 6,920 | 6,920 |
| Bezriziková úroková míra (v %) | R_f | 0,67 | 3,305 |
| Riziková prémie (v %) | $E(R_M) - R_f$ | 6,8 | 6,8 |
| Celkový kapitál (v tis. Kč) | C | 3 712 103 | 3 712 103 |
| Náklady vlastního kapitálu (v %) | R_e | 47,727% | 50,362% |

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce 4.10 vidíme postup při výpočtu nákladů vlastního kapitálu pro obě fáze. Hodnota koeficientu β pro nezadlužené firmy (β_U) a velikost rizikové premie byly zjištěny ze stránek www.damodaran.com za rok 2014 pro zpracovatelský průmysl. Daňová sazba činila po celou dobu 19 %. Hodnoty vlastního (E) a cizího (D) kapitálu byly převzaty z rozvahy společnosti pro rok 2014. Bezriziková úroková míra byla stanovena na základě výnosů z desetiletých státních dluhopisů. Hodnota celkového kapitálu je součtem vlastního a cizího kapitálu. Na základě údajů z tabulky zjistíme velikost koeficientu β pro zadlužené firmy (β_L). Pro obě fáze nám vyšla hodnota 6,92. Výpočet β_L byl proveden podle vzorce (2.23)

Po dosazení veškerých potřebných údajů z tabulky vypočítáme podle vzorce (2.22) náklady vlastního kapitálu. Pro 1. fázi nám R_e vyšly 47,727 %, pro 2. fázi 50,362 %.

Dalším krokem bylo zjištění nákladů na cizí kapitál (R_D). Ty se vypočítaly tak, že nákladové úroky z roku 2014 byly vyděleny celkovým cizím kapitálem z téhož roku. Velikost R_D , vypočítané podle vzorce (2.18) pro obě období tak činí 2,832 %.

Nyní již máme potřebné informace pro zjištění průměrných nákladů celkového kapitálu (*WACC*). Tento výpočet byl proveden podle vzorce (2.17). Výsledná hodnota *WACC* v 1. fázi činila 12,514 % a ve fázi 2. 13,082 %.

Druhým krokem pro zjištění hodnoty podniku podle metody DCF-Entity je výpočet *FCFF* pro jednotlivé roky. Údaje potřebné k výpočtu jsou uvedeny v tabulce 4.11.

Tabulka 4.11 Výpočet budoucích FCFF pro roky 2015 – 2019 v tis. Kč

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Tržby | 3 547 964 | 3 573 919 | 3 599 873 | 3 651 783 | 3 729 647 |
| Výkonová spotřeba | 1 587 741 | 1 686 971 | 1 786 201 | 1 885 431 | 1 984 661 |
| Osobní náklady | 748 703 | 803 345 | 861 976 | 924 886 | 992 387 |
| Odpisy | 371 067 | 388 606 | 406 145 | 423 684 | 441 223 |
| Nákladové úroky | 79 324 | 76 614 | 73 997 | 71 470 | 69 029 |
| EBIT | 745 019 | 625 004 | 501 834 | 396 294 | 308 128 |
| Odpisy | 371 067 | 388 606 | 406 145 | 423 684 | 441 223 |
| Změna ČPK | 239 530 | 328 469 | 317 397 | 443 974 | 255 204 |
| Investice | 5 000 | 12 000 | 12 000 | 11 000 | 4 000 |
| FCFF | 871 556 | 673 141 | 578 582 | 365 004 | 490 146 |

Zdroj: vlastní zpracování

Každá z položek v tabulce 4.11 musela být zvlášť vypočítána. Pro výpočet budoucích odhadovaných tržeb se postupovalo následujícím způsobem:

Ze stránek Ministerstva průmyslu a obchodu byly zjištěny údaje o velikosti tržeb z odvětví, do kterého patří společnost ON Semiconductor. Jednalo se o tržby ze zpracovatelského průmyslu z let 2009 až 2014. Pro analýzu vnějšího prostředí byly vybrány ukazatele vývoje HDP, inflace, kurzu koruny oproti dolaru nezaměstnanost, získané z ČSÚ a portálu kurzy.cz

Tabulka 4.12 Analýza vnějšího potenciálu

| Rok | Trh Y (v tis. Kč) | HDP (%) | Inflace (%) | CZK/USD | Nezaměstnanost |
|------|-------------------|---------|-------------|---------|----------------|
| 2009 | 7 551 593 | -4,10% | 1,00 | 18,295 | 8,00% |
| 2010 | 10 205 612 | 0,81% | 1,50 | 18,751 | 7,40% |
| 2011 | 16 705 010 | 1,74% | 1,90 | 20,100 | 6,77% |
| 2012 | 19 779 914 | 0,47% | 3,30 | 19,055 | 7,37% |
| 2013 | 19 341 751 | 0,88% | 1,40 | 19,894 | 8,17% |
| 2014 | 24 189 133 | 4,51% | 0,40 | 22,834 | 7,46% |
| 2015 | | | 0,3 | 23,100 | |
| 2016 | | | 0,35 | 23,100 | |
| 2017 | | | 0,4 | 23,100 | |
| 2018 | | | 0,5 | 23,100 | |
| 2019 | | | 0,65 | 23,100 | |

Zdroj: vlastní zpracování

Výpočet odhadovaných budoucích tržeb ve zpracovatelském průmyslu byl proveden pomocí regresní analýzy. Závislou proměnnou jsou zde minulé tržby, závislou pak inflace a kurz koruny k dolaru, neboť právě ty mají v našem případě největší vliv na budoucí velikost tržeb společnosti ON Semiconductor. Pro výpočet budoucích celkových příjmů pak byly stanoveny i očekávané hodnoty inflace a kurzu koruny k americkému dolaru.

Tabulka 4.13 Výsledek regresní statistiky

| | Koeficienty |
|-------------------------|-------------|
| Násobné R | 95,50% |
| Hodnota spolehlivosti R | 91,20% |
| Regrese - významnost F | 0,02612 |
| | |
| Hranice | -72 728 924 |
| Inflace | 3 701 637 |
| CZK/USD | 4 195 621 |

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky 4.13 jsou pro nás podstatné především údaje Hranice, Inflace a CZK/USD. Údaj Hranice nám říká, kolik by byla hodnota závisle proměnné (tržeb), kdyby nezávisle proměnné byly nulové. K hodnotě Hranice byla připočtena Inflace a CZK/USD, které byly vynásobeny předpokládanými budoucími hodnotami v jednotlivých letech z tabulky 4.12. Na jejich základě byly vypočítány odhadované tržby pro zpracovatelský průmysl a tempo růstu trhu.

Tabulka 4.14 Odhadované budoucí tržby ve zpracovatelském průmyslu v tis. Kč

| | Celkové tržby | Růst trhu |
|------|---------------|-----------|
| 2015 | 25 300 411,73 | 4,59% |
| 2016 | 25 485 493,57 | 0,73% |
| 2017 | 25 670 575,41 | 0,73% |
| 2018 | 26 040 739,10 | 1,44% |
| 2019 | 26 595 984,63 | 2,13% |

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní již můžeme přikročit k výpočtu budoucích tržeb společnosti ON Semiconductor. Pomocí výročních zpráv byly zjištěny tržby firmy za minulé období a následně vypočítány tempo růstu tržeb mezi jednotlivými roky a podíl na trhu. Pro vlastní výpočet budoucích tržeb firmy byl potřeba znát budoucí tržní podíl firmy na trhu. Ten byl zjištěn pomocí skalárního součinu, kdy první matici tvořily tempa růstu tržeb firmy mezi jednotlivými roky a druhou váhy pro jednotlivá období. Váhy pro jednotlivá období byla stanovena tak, že poslední období měla největší váhu a jejich součet byl 1. Výsledný tržní podíl firmy v budoucích obdobích činí 14,02 %.

Vynásobením budoucích tržeb relevantního trhu s očekávaným tržním podílem získáme budoucí tržby společnosti ON Semiconductor. V tabulce 4.15 uvidíme celkový přehled.

Tabulka 4.15 Velikost odhadovaných tržeb ON Semiconductor v tis. Kč

| Rok | Relevantní trh | Růst trhu | Tržní podíl ON Semiconductor | Tempo růstu tržeb ON Semiconductor | Tržby ON Semiconductor |
|-------------|----------------|-----------|------------------------------|------------------------------------|------------------------|
| 2009 | 7 551 593 | | 20,97% | | 1 583 666 |
| 2010 | 10 205 612 | 35,15% | 18,70% | 20,48% | 1 908 066 |
| 2011 | 16 705 010 | 63,68% | 10,35% | -9,40% | 1 728 622 |
| 2012 | 19 779 914 | 18,41% | 10,31% | 18,01% | 2 039 988 |
| 2013 | 19 341 751 | -2,22% | 12,61% | 19,52% | 2 438 094 |
| 2014 | 24 189 133 | 25,06% | 11,15% | 10,61% | 2 696 885 |
| 2015 | 25 300 412 | 4,59% | 14,02% | 31,56% | 3 547 964 |
| 2016 | 25 485 494 | 0,73% | 14,02% | 0,73% | 3 573 919 |
| 2017 | 25 670 575 | 0,73% | 14,02% | 0,73% | 3 599 873 |
| 2018 | 26 040 739 | 1,44% | 14,02% | 1,44% | 3 651 783 |
| 2019 | 26 595 985 | 2,13% | 14,02% | 2,13% | 3 729 647 |

Zdroj: vlastní zpracování

Dalším ukazatelem, který je potřeba znát pro výpočet *FCFF* je velikost výkonové spotřeby pro roky 2015 – 2019. To bylo provedeno tak, že z výkonových spotřeb z minulých let byly spočítány meziroční změny, které byly následně zprůměrovány. Průměrná změna nákladů z let 2010 – 2014 činila 99 230 tisíc Kč. Každá budoucí spotřeba byla spočítána tak, že k předešlému roku bylo připočítáno průměrné navýšení těchto nákladů.

Odpisy pro roky 2015 – 2019 byly stanoveny podle údajů z let 2010 – 2014 a vah pro jednotlivá období. Skalárním součinem bylo zjištěno průměrné tempo růstu odpisů, které bylo 17 539 tisíc Kč. Každý následující rok byla hodnota odpisů stanovena jako součet odpisů v předešlém roce navýšený o průměrné tempo růstu.

Pro zjištění velikosti osobních nákladů se nejprve vypočítala meziroční procentní změna osobních nákladů z let 2010 – 2014. Po jejím zprůměrování nám vyšlo, že osobní náklady v minulosti rostly meziročně o 7,3 %. Hodnota těchto nákladů v budoucnu byla stanovena tak, že hodnota osobních nákladů z předešlého roku byla navýšena o průměrnou meziroční změnu.

Zjištění nákladových úroků pro roky 2015 – 2019 proběhlo tak, že se nejprve vypočítaly průměrná výše dlouhodobých závazků a nákladových úroků z let 2010 – 2014. Po vzájemném vydělení nám vyšla procentní změna, o kterou se budou budoucí úroky snižovat. V našem případě činila velikost procentní změny 3,42 %.

Po odečtení výkonové spotřeby od tržeb a přičtení nákladových úroků jsme mohli přistoupit k výpočtu *EBIT*. Konečná hodnota ukazatele byla očištěna od daně, která činila 19 %.

Velikost čistého pracovního kapitálu (*ČPK*) se spočítá jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky firmy. Změna *ČPK* je pak rozdíl mezi jednotlivými obdobími.

Tabulka 4.16 Velikost ČPK a jeho změna v tis. Kč

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------|----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ČPK | 482 383 | 721 913 | 1 050 383 | 1 367 780 | 1 811 754 | 2 066 958 |
| Změna ČPK | / | 239 530 | 328 469 | 317 397 | 443 974 | 255 204 |

Zdroj: vlastní zpracování

Pro zjištění změny *ČPK* v jednotlivých letech bylo potřeba odhadnout hodnotu oběžného majetku a krátkodobých závazků společnosti. Oběžný majetek se dále skládá ze zásob, pohledávek a krátkodobého finančního majetku (KFM)

U všech položek oběžného majetku byl použit stejný postup. Velikosti budoucích zásob, pohledávek i KFM byly stanoveny tak, že se vypočítaly meziroční změny zásob v procentech a ty byly následně zprůměrovány. U zásob činila průměrná změna 14,93 %, u pohledávek 25,4 % a u KFM 49,83 %. Každý následující rok byl spočítán tak, že se k výsledkům z předešlého roku přičetla procentní změna.

Krátkodobé závazky byly vypočítány jako rozdíl mezi celkovými a dlouhodobými závazky. Z minulých údajů byla u celkových závazků zjištěna procentní změna ve výši 11,11 %, u dlouhodobých závazků potom 11,564 %. Postup při výpočtu budoucích odhadovaných hodnot byl poté stejný jako u výpočtu oběžného majetku.

Poslední položkou pro výpočet *FCFF* jsou budoucí investice. Jejich hodnota byla stanovena odhadem na základě vývoje investic z výročních zpráv společnosti ON Semiconductor z minulých let.

Nyní již můžeme přistoupit k vlastnímu výpočtu hodnoty celkového kapitálu podniku. Hodnota první fáze za období 2015 – 2019 i celková hodnota podniku s druhou fází byla spočtena podle vzorce (2.15). Velikost *FCFF* v 2 fázi byla spočtena podle vzorce (2.21). Hodnota koeficientu *g* byla stanovena ve výši 1 %.

Tabulka 4.17 Hodnota podniku ON Semiconductor podle DCF Entity

| | 1. fáze | | | | | 2. fáze |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|------------------|
| FCFF (v tis. Kč) | 871 556 | 673 141 | 578 582 | 365 004 | 490 146 | 490 146 |
| WACC (v %) | 12,514 | 12,514 | 12,514 | 12,514 | 12,514 | 13,082 |
| Diskontované FCFF (v tis. Kč) | 774 622 | 531 735 | 406 208 | 227 759 | 271 831 | 2 215 731 |
| Hodnota 1. fáze (v tis. Kč) | | | | | | 2 212 155 |
| Hodnota 2. fáze (v tis. Kč) | | | | | | 2 215 731 |
| Hodnota celkového kapitálu podniku (v tis. Kč) | | | | | | 4 427 886 |

Zdroj: vlastní zpracování

Pokud bychom chtěli znát výši vlastního kapitálu podniku, musíme hodnotu celkového kapitálu očistit od cizích zdrojů. Jejich hodnota ke dni ocenění činila 2 900 074 tisíc Kč. Tržní hodnota vlastního kapitálu nám nyní vyjde:

- $4\,427\,886 - 2\,900\,074 = 1\,527\,812$ tisíc Kč

4.4.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Po výpočtu hodnoty podniku pomocí metody kapitalizovaných zisků bychom měli dojít k podobnému výsledku, jako tomu bylo u metody DCF-Entity. Tabulka 4.18 zobrazuje údaje potřebné k výpočtu hodnoty podniku pomocí paušální metody.

Tabulka 4.18 Čisté výnosy z let 2010 - 2014 doplněné o váhy

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| čisté výnosy (v tis. Kč) | 26 104 | 26 688 | 119 415 | 107 201 | 153 182 |
| váhy (q_t) | 0,08 | 0,13 | 0,2 | 0,23 | 0,36 |

Zdroj: vlastní zpracování

Po dosazení do vzorce (2.30) činí velikost trvalého čistého zisku 109 243 tisíc Kč. Dále je potřeba znát hodnotu kalkulované úrokové míry. Postup pro výpočet je uveden v tabulce 2.3. Aktuální výnosnost státních dluhopisů podle Českého statistického úřadu činí 0,67 %, velikost předpokládané inflace je 0,4 %. Velikost rizikové přírážky, jejíž hodnota je 6,8, byla získána ze stránek www.damodaran.com. Celkově nám kalkulovaná úroková míra vychází 7,07 %.

Nyní již stačí dosadit trvalý čistý zisk a kalkulovanou úrokovou míru do vzorce (2.31). Podle výpočtu, provedeném v příloze č. 7, vychází hodnota podniku **1 545 156 tisíc Kč**.

4.5 Metody komparativní

Pomocí komparativních metod zjišťujeme hodnotu podniku na základě srovnání s podobnými podniky. Nejčastěji to jsou podniky, které jsou veřejně obchodovány na finančních trzích.

Stanovení hodnoty společnosti ON Semiconductor, s.r.o. v Rožnově pod Radhoštěm komparativní metodou provedeme pomocí srovnání s její mateřskou firmou, ON Semiconductor Corporation se sídlem v USA. Tato společnost je veřejně obchodovaná na burze NASDAQ, ze které byly převzaty následující údaje:

Tabulka 4.19 Údaje o společnosti ON Semiconductor Corporation v tisících \$

| | |
|-----------------|-----------|
| Tržní hodnota | 3 848 969 |
| Hodnota majetku | 3 869 600 |
| Hodnota závazků | 2 261 400 |
| Vlastní kapitál | 1 608 200 |

Zdroj: NASDAQ (2016): www.nasdaq.com

Podle vzorce (2.34) se hodnota multiplikátoru MV/BV vypočítá jako podíl tržní hodnoty firmy a účetní hodnoty firmy (hodnota vlastního kapitálu). Po dosažení údajů z mateřské společnosti nám hodnota multiplikátoru vyjde 2,39.

Nyní již můžeme vypočítat tržní hodnotu firmy ON Semiconductor, s.r.o. Po dosazení koeficientu MV/BV a účetní hodnoty za rok 2014 (801 211 tis. Kč) do vzorce (2.36) nám tržní hodnota vlastního kapitálu vyjde **1 917 570 tisíc Kč**.

5 Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovit hodnotu výrobního podniku ON Semiconductor v Rožnově pod Radhoštěm pomocí vybraných metod. Data použitá v práci byla čerpána především z účetních výkazů společnosti. Jednalo se o rozvahu, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow. Dalšími zdroji byly údaje z Českého statistického úřadu či stránek Ministerstva průmyslu a obchodu.

Práce byla rozdělena do tří hlavních oblastí. V teoretické části byly představeny vybrané přístupy, pomocí kterých můžeme zjistit hodnotu daného podniku. Konkrétně se jednalo o přístupy majetkové, výnosové, komparativní a kombinované. U každého z těchto přístupů byly dále uvedeny jednotlivé metody stanovení hodnoty firmy. Součástí této kapitoly byla i definice finanční analýzy a jejího významu ve vztahu k oceňování podniku. V kapitole číslo tři byla představena společnost ON Semiconductor. Následovala praktická část práce, kde byly uvedeny nejdůležitější makroekonomické ukazatele, výsledky finanční analýzy a jejich souvislost s hodnotou oceňovaného podniku. V další části práce byly metody a přístupy z praktické části doplněny o interní údaje firmy z daného období. Po dosazení těchto dat do uvedených metod jsme zjistili hodnotu představeného podniku.

Pozitivní ekonomické výsledky České republiky měly vliv na také na hospodaření podniku. Nejvíce se však na výsledcích firmy podílely vývoje kurzu eura a amerického dolaru vzhledem k české koruně. Podnik většinu svých transakcí provádí se spřízněnými stranami a především pak s mateřskou společností. Naopak výše nezaměstnanosti a její vývoj neměla na počtu zaměstnanců podniku žádný vliv. Na hospodářské situaci se rovněž přímo nepodílí změna struktury obyvatel, avšak klesající počet studentů technických oborů může do budoucna pro podnik znamenat větší úsilí získání těchto absolventů.

Z výsledků finanční analýzy můžeme jako pozitivní označit rostoucí trend míry rentability, zvětšování podílu vlastního kapitálu na aktivech, klesající míru zadlužení či zvětšování hodnoty úrokového krytí. Jako negativní se jeví příliš vysoká míra pohotové likvidity, která je způsobena nízkou hodnotou krátkodobých závazků. Dále je to například skutečnost, že doba obratu pohledávek byla ve většině případů delší než doba obratu závazků.

Hodnota společnosti byla v práci zjišťována pomocí čtyř metod. V případě účetní metody jsme vycházeli pouze z historických cen a nikoliv z tržního ocenění, tudíž se výsledná hodnota výrazně liší od výsledků zbývajících metod. Výsledná hodnota společnosti ON Semiconductor se tak pohybuje blíž okolo výsledků metod DCF-Entity a kapitalizovaných zisků. Jedná se

o hodnotu přibližně 1 540 000 tisíc Kč. Při výpočtu hodnoty podle komparativní metody jsme došli k výsledku 1 917 570 tisíc Kč, který je vyšší ve srovnání s výsledkem předešlým. Daná odchylka je však způsobena předpokladem, že je poměr mezi tržní a účetní hodnotou podniku ON Semiconductor v Rožnově pod Radhoštěm stejný, jako je tomu v případě mateřské společnosti ON Semiconductor Corporation ve Spojených státech amerických. Proto lze tvrdit, že se tržní hodnota námi hodnocené firmy pohybuje v rozmezí hodnot zjištěných metodami DCF-Entity a kapitalizovaných zisků.

Pokud srovnáme výsledky oceňování podniku dle jednotlivých metod s výsledky finanční analýzy či analýzy makroprostředí, můžeme dojít k závěru, že firma ON Semiconductor je firmou stabilní bez významných výkyvů. Dobré hospodářské výsledky společnosti jsou ovlivněny jednak stabilním ekonomickým prostředím, ale také faktem, že firma je dceřinou společností. Z toho vyplývá, že mateřská společnost by nenechala svou dceru padnout a v případě potřeby by jí dokázala pomoci se znovu stabilizovat.

Firmě lze doporučit, aby na úkor dlouhodobých závazků zvýšila hodnotu svých závazků krátkodobých. Vyšší krátkodobé závazky umožní firmě snížit velikost pohotové likvidity a stále vysokou zadluženost. Díky rostoucím kurzům eura a dolaru vůči koruně by firma měla své produkty v co největší míře vyvážet do zahraničí. Růst tržeb se totiž pozitivně projevuje na růstu hodnoty společnosti.

Seznam použité literatury

Knižní zdroje

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.

KOLLER, T., M. GOEDHART a D. WESSELS. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed., university ed. Hoboken: Wiley, c2010. xvii, 837 s. ISBN 978-0-470-42470-4.

KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.

MICHALKO, Milan a Josef KAŠÍK. *Podniková diagnostika*. Ostrava: Tandem, 1998. ISBN 80-902167-4-9.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3. rozš. vyd. Praha: Grada, 2010. 139 s. ISBN 978-80-247-3308-1.

SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 5. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. 471 s. ISBN 978-80-247-3494-1.

VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. 246 s. ISBN 978-80-247-3647-1.

ZMEŠKAL, Zdeněk, Dana DLUHOŠOVÁ a Tomáš TICHÝ. *Finanční modely: koncepty, metody, aplikace*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2013. ISBN 978-80-86929-91-0.

Internetové zdroje

BUSINESSINFO (2013). *SPECIÁL: Změny pro podnikatele od roku 2014*. [online]. [cit. 3. 4. 2016]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/zmeny-pro-podnikatele-od-roku-2014-43432.html>

DAMODARAN (2016). *Data Current and Archives*. [online]. [cit. 26. 3. 2016]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

JUSTICE (2016). *Veřejný rejstřík a sbírka listin*. [online]. [cit. 12. 3. 2016]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=42264&typ=PLATNY>

KURZY (2016). *Výnos dluhopisu 10R – ČR (Úrokové sazby finančních trhů [%]) – ekonomika NB*. [online]. [cit. 27. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-dluhopisu-10r-cr/>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU (2016). *Analytické materiály a statistiky*. [online]. [cit. 1. 4. 2016]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>

MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ, MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY (2016). *Data o studentech, poprvé zapsaných a absolventech vysokých škol*. [online]. [cit. 1. 4. 2016]. Dostupné z: <http://www.msmt.cz/vzdelavani/skolstvi-v-cr/statistika-skolstvi/data-o-studentech-poprve-zapsanych-a-absolventech-vysokych>

NASDAQ (2016). *ON Semiconductor Corporation Real Time Stock Quotes* [online]. [cit. 3. 4. 2016]. Dostupné z: <http://www.nasdaq.com/symbol/on/real-time>

ON SEMICONDUCTOR (2016). *Design System Technologies* [online]. [cit. 1. 4. 2016]. Dostupné z: <http://www.onsemi.com/PowerSolutions/content.do?id=15029>

ON SEMICONDUCTOR (2016). *European Region Development Center* [online]. [cit. 1. 4. 2016]. Dostupné z: <http://www.onsemi.com/PowerSolutions/content.do?id=15030>

ON SEMICONDUCTOR (2016). *Návrhové středisko Rožnov* [online]. [cit. 29. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.onsemi.com/PowerSolutions/content.do?id=15001>

ON SEMICONDUCTOR (2016). *New Product Development* [online]. [cit. 1. 4. 2016]. Dostupné z: <http://www.onsemi.com/PowerSolutions/content.do?id=15028>

ON SEMICONDUCTOR (2016). *O společnosti* [online]. [cit. 29. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.onsemi.com/PowerSolutions/content.do?id=18371>

Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty. In: *Zákon o dani z přidané hodnoty, Část první: Základní ustanovení*. Dostupný také z: <http://www.zakonyprolidi.cz/cs/2004-235>

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích. In: *Zákon o obchodních korporacích, Část první: Obchodní korporace, Hlava IV: Společnost s ručením omezeným*. Dostupný také z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchodni-korporace/cast1h4.aspx>

Ostatní zdroje

Společenská smlouva ON Semiconductor, úplné znění ke dni 30. 4. 2015

Výroční zprávy ON Semiconductor z let 2010 – 2014

Seznam zkratk

| | |
|--|--|
| APV | model upravené současné hodnoty |
| β_L | beta koeficient zadlužené firmy |
| β_U | beta koeficient nezadlužené firmy |
| C | celkový kapitál |
| ČV | celkový čistý výnos |
| ČV _t | odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok <i>t</i> prognózy |
| D | cizí kapitál |
| DCF | diskontovaný cash flow |
| DDM | diskontovaný dividendový model |
| DIV | dividenda v běžném období |
| E | vlastní kapitál |
| EBIT _t | čistý zisk v čase <i>t</i> před zdaněním a úroky |
| E(<i>r</i> _i) | viz R _E |
| E(<i>r</i> _i) - <i>r</i> _f | riziková prémie |
| EVA | ekonomická přidaná hodnota |
| FCFE | volné peněžní toky vlastního kapitálu |
| FCFE _U | finanční toky nezadlužené firmy |
| FCFF | volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele |
| g | očekávaná míra růstu dividend |
| INV _t | investice v čase <i>t</i> |
| <i>i</i> _k | kalkulovaná úroková míra |
| <i>i</i> _{k2} | vyšší kalkulovaná úroková míra |
| ODP _t | odpisy v čase <i>t</i> |
| R _D | náklady na cizí kapitál |
| R _E | náklady vlastního kapitálu |

| | |
|---------------|--|
| r_f | bezriziková míra |
| ROA | rentabilita aktiv |
| ROE | rentabilita vlastního kapitálu |
| ROS | rentabilita tržeb |
| R_U | náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy |
| S | substanční hodnota firmy |
| S_b | substanční hodnota brutto |
| S_n | substanční hodnota netto |
| t | úroveň zdanění |
| T | celkový počet let zahrnutých do výpočtu |
| TČV | trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu |
| TS | daňový štít |
| V | hodnota firmy |
| V_i | hodnota propočtená dle jednotlivých metod |
| V_k | hodnota vlastního kapitálu |
| V_n | hodnota firmy netto |
| V_s | hodnota podniku zjištěná metodou substance |
| V_v | hodnota podniku podle výnosového ocenění |
| WACC | průměrné náklady celkového kapitálu |
| ΔWC_t | změna pracovního kapitálu v čase t |
| w_i | váhy přiřazené jednotlivým metodám |
| w_t | váhy přiřazené jednotlivým obdobím |
| w_1, w_2 | váhy přiřazené jednotlivým metodám ocenění |
| x_1, x_2 | zvolené váhy |
| Z | trvale udržitelný zisk |
| Z_t | zisk v minulých obdobích upravený o korekce |

Seznam tabulek

Tabulka 2.1 Výpočet substanční hodnoty

Tabulka 2.2 Výpočet FCFF

Tabulka 2.3 Výpočet kalkulované úrokové míry pro paušální metodu

Tabulka 2.4 Výpočet obvyklého a mimořádného čistého výnosu

Tabulka 3.1 Základní údaje o společnosti ON Semiconductor

Tabulka 4.1 Vývoj sazby DPH

Tabulka 4.2 Vybrané ekonomické údaje společnosti ON Semiconductor v tis. Kč

Tabulka 4.3 Počet osob zaměstnaných ve zpracovatelském průmyslu v ČR v tis. osob

Tabulka 4.4 Počet osob zaměstnaných v ON Semiconductor

Tabulka 4.5 Počet obyvatel ČR podle věkových skupin

Tabulka 4.6 Počet studentů technických oborů na českých vysokých školách

Tabulka 4.7 Výdaje na výzkum a vývoj společnosti ON Semiconductor v tis. Kč

Tabulka 4.8 Ukazatele zadluženosti

Tabulka 4.9 Ukazatele doby obratu ve dnech

Tabulka 4.10 Výpočet R_e pro 1. a 2. fázi

Tabulka 4.11 Výpočet budoucích FCFF pro roky 2015 – 2019 v tis. Kč

Tabulka 4.12 Analýza vnějšího potenciálu

Tabulka 4.13 Výsledek regresní statistiky

Tabulka 4.14 Odhadované budoucí tržby ve zpracovatelském průmyslu v tis. Kč

Tabulka 4.15 Velikost odhadovaných tržeb ON Semiconductor v tis. Kč

Tabulka 4.16 Velikost ČPK a jeho změna v tis. Kč

Tabulka 4.17 Hodnota podniku ON Semiconductor podle DCF Entity

Tabulka 4.18 Čisté výnosy z let 2010 - 2014 doplněné o váhy

Tabulka 4.19 Údaje o společnosti ON Semiconductor Corporation v tisících \$

Seznam obrázků

Obr. 2.1 Substanční hodnota na principu reprodukčních cen

Obr. 2.2 Klíčové komponenty výnosových metod oceňování

Obr. 2.3 Varianty stanovení hodnoty zadluženého podniku metodami DCF

Seznam grafů

- Graf 4.1 Vývoj HDP v České republice v mld. Kč
- Graf 4.2 Vývoj kurzu USD/CZK v letech 2010 - 2014
- Graf 4.3 Vývoj kurzu EUR/CZK v letech 2010 - 2014
- Graf 4.4 Míra nezaměstnanosti v ČR
- Graf 4.5 Míra nezaměstnanosti ve Zlínském kraji
- Graf 4.6 Roční míra inflace
- Graf 4.7 Věkové složení obyvatel v %
- Graf 4.8 Vzdělání obyvatel ČR ve věku 15 a více let
- Graf 4.9 Výdaje na vědu a výzkum podle sektorů
- Graf 4.10 Ukazatele rentability v %
- Graf 4.11 Srovnání doby obratu pohledávek a závazků ve dnech
- Graf 4.12 Celková, pohotová a okamžitá likvidita
- Graf 4.13 Hodnota vlastního kapitálu v tis. Kč

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne: 22. 4. 2016

Be. David Koňáček

Jméno a příjmení studenta

Seznam příloh

- Příloha č. 1 Rozvaha (v celých tisících Kč)
- Příloha č. 2 Výkaz zisku a ztráty (v celých tisících Kč)
- Příloha č. 3 Cash flow (v celých tisících Kč)
- Příloha č. 4 Výpočty poměrových ukazatelů finanční analýzy
- Příloha č. 5 Majetkové metody ocenění
- Příloha č. 6 Metody diskontovaných peněžních toků – metoda DCF-Entity
- Příloha č. 7 Metoda kapitalizovaných zisků – paušální metoda
- Příloha č. 8 Metoda komparativní
- Příloha č. 9 Výsledky regresní statistiky při výpočtu budoucích tržeb ve zpracovatelském průmyslu